

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 10 de Agosto de 2020.-

NOTA N° S20001893

Señor
Presidente del Directorio de la
Comisión Nacional de Valores
Mg. Adrián Cosentino

Tenemos el agrado de dirigimos a Ud. en nuestro carácter de representantes del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires con el fin de adicionar aclaraciones complementarias sobre nuestra Nota N° S2001484 presentada ante vuestra Institución el pasado 18 de junio, referida al proceso de retiro de empresas del sistema de oferta pública a través del régimen OPA o DUVA.

En pos de lograr una adecuada objetividad en los procesos de salida del mercado de capitales, evitando perjuicios en los inversores minoritarios y con la intención de proteger a los profesionales en Ciencias Económicas que asesoran a pequeños y medianos inversores que operan en dichos mercados, creemos necesario implementar mecanismos que refuercen la imparcialidad y transparencia en la determinación del precio de las acciones para el retiro de la oferta pública, y con ello, evitar y/o reducir cuestionamientos, particularmente, en relación al procedimiento vigente para establecer el mencionado precio.

Procurando la eficiencia y el progreso en la actividad bursátil y el fortalecimiento del mercado de capitales, le hacemos llegar una serie de propuestas integrales, producto del debate y participación de los miembros de nuestras Comisiones de Estudio (Comisión de Estudios sobre Mercado de Capitales y Finanzas de Empresa y Comisión de Actuación Profesional en Empresas que participan en la Oferta Pública). Este proceso nos permitió recibir una gran cantidad de recomendaciones, inclusive posteriormente al envío de nuestra primera nota, razón por la cual decidimos complementarla y unificarla a través de la presente contemplando un enfoque más completo e integral sobre todas las opiniones vertidas por nuestros especialistas. Por tal motivo detallamos estas proposiciones y le solicitamos que sean consideradas por la Comisión Nacional que Ud. Preside con el propósito de dictar una norma a tal efecto:

- **Creación por parte de la CNV de un Registro de Evaluadoras Independientes.**

Proponemos que la CNV cree un registro de evaluadoras que incorpore a todos aquellos profesionales que deseen prestar este tipo de servicios en el ámbito de la Oferta Pública y bajo la condición de que cumplan con la idoneidad e independencia que son necesarias para poder prestar este tipo de servicio en el marco de los principios de objetividad y transparencia que son propios del Régimen de la Oferta Pública.

En tal sentido, siguiendo la estructura que actualmente tiene la normativa de la CNV, en relación con los servicios de auditoría externa, recomendamos implementar un mecanismo similar adecuado a las características del servicio de valuación, para lo cual:

- 1) Se requiera que los profesionales individuales posean título profesional que los habilite para prestar el servicio y estén matriculados en su respectivo organismo profesional que controla el ejercicio profesional. Esto también aplica para las sociedades de profesionales que presten este servicio.
- 2) Para poder ser inscripto en dicho Registro, el profesional deberá:

- a) acreditar una antigüedad en la matrícula no inferior a CINCO (5) años;
 - b) acreditar una experiencia mínima de TRES (3) años en el desempeño de actividades de valuación;
 - c) no estar inhabilitado para ejercer la profesión por el respectivo consejo o colegio profesional de la jurisdicción en que se encuentra matriculado;
 - d) no encontrarse inhabilitado por la CNV por incumplimiento de las normas vigentes;
 - e) cumplir con los criterios de independencia u otros requerimientos que establezca la CNV;
 - f) no integrar sociedad profesional que haya sido expresamente excluida del Registro.
- 3) La inscripción en dicho Registro implicaría que el profesional cumpla con los requisitos fundamentales de idoneidad e independencia y posea procedimientos y metodologías apropiadas para prestar el servicio.

Para este punto, se propone reforzar los criterios de independencia aplicables a estos servicios actualmente vigentes en la normativa de la CNV, de forma tal que los informes de valuación, cualquiera sea el profesional que lo emita, contemplen los mismos requerimientos aplicables a los contadores que están establecidos en la Resolución Técnica N° 37 de la FACPCE y por el Código de Ética Profesional de dichos profesionales

Si bien entendemos que los profesionales que prestan este tipo de servicios son principalmente profesionales de ciencias económicas, en virtud de sus incumbencias, dado que están sujetos a normas de independencia más estrictas, consideramos importante que los profesionales de otras disciplinas estén sujetos a similares requisitos de independencia, dado que esta condición es un factor clave para fortalecer los principios de objetividad y transparencia mencionados anteriormente.

- 4) La CNV tenga facultades para monitorear en cualquier momento el cumplimiento por parte del profesional de los parámetros fijados para poder prestar el servicio de valuación.

Adicionalmente, la CNV deberá implementar un proceso interno de revisión de los informes de valuación que le permita validar si las metodologías, procesos y documentación de las conclusiones están adecuadamente sustentadas.

- **Definición de honorarios del profesional interviniente, en base a la libre oferta y conforme a la complejidad de la labor.**

Entendemos que el rol de la CNV no es dirimir sobre el precio de un servicio profesional entre particulares, sino por el contrario, aceptar a los profesionales en el registro y supervisar que su actuación sea dentro de las normas del debido cuidado profesional.

Por tal motivo entendemos que los honorarios deben ser de libre contratación y regidos por los entes profesionales y las normas que reglamentan y controlan dicha profesión (Normas sobre Honorarios Profesionales, Código de Ética e Independencia, entre otras).

- **El valor de la acción determinado por las evaluadoras contratadas debería ser examinado por los profesionales competentes de la CNV con el fin de verificar el cumplimiento de los parámetros relevantes de la valuación - flujos de fondos proyectados, tasa de descuento aplicada, horizonte de**

planeamiento, etc. - que correspondan para calcular el valor presente neto de la empresa que se retira de oferta pública.

En tal sentido, sería oportuno que la CNV establezca una metodología de control del trabajo de los evaluadores incluidos en el registro y permita un esquema de aprobaciones y sanciones de su trabajo, con debido proceso. Esto refuerza aún más la idea de que el registro único de evaluadoras independientes solo incluya a profesionales debidamente matriculados en los Consejos profesionales del país.

La metodología aplicada, además de cubrir los requerimientos establecidos en la normativa de la CNV, debe estar de acuerdo con los estándares profesionales y prácticas generalmente aceptadas para este tipo de servicios, y debería estar adecuadamente explicitada en el Informe de Valuación, así como la documentación obtenida como evidencia que respalda la tarea realizada, de forma tal que la CNV puede realizar los controles y revisiones pertinentes.

Recomendamos que la CNV adopte para esta metodología las normas del Consejo Internacional de Normas de Valuación, previa incorporación de estas normas a las profesionales de la República Argentina para sus profesionales matriculados.

- **Fijación de pautas sobre las responsabilidades de las partes.**

Las Sociedades deberán contratar a profesionales que estén incluidos en el registro de evaluadoras independientes. La selección, contratación y pago será exclusivamente a cargo del Directorio, agregándose una evaluación previa de las ofertas por parte del Comité de Auditoría, órgano independiente por naturaleza, cuando fuera aplicable en función al tipo de sociedad.

La responsabilidad sobre la determinación del precio de la acción en un proceso de retiro de la Oferta Pública es finalmente del Directorio de la Sociedad, sin perjuicio de que tenga en consideración las evaluaciones y recomendaciones previas por parte del Comité de Auditoría.

Por otra parte, la responsabilidad del profesional interviniente estará dada a través de su informe y su opinión sobre el valor de la acción, determinado en base a los requisitos establecidos por la CNV al respecto y los estándares profesionales aplicados. Es por ello, que en el camino de brindarle a los Accionistas una mayor transparencia en el proceso proponemos que la CNV fije que al menos sean 2 (dos) las valuaciones independientes exigidas por ley.

- **Sobre la base de estas pautas, se convalide o no el precio justo y equitativo que legalmente determina el pago a los accionistas de carácter minoritario.**

Al someter a inspección el trabajo de los profesionales en el registro, la CNV brindaría un marco seguro para el ejercicio de la tarea y la seguridad del mercado y un control adicional una vez ejecutado.

- **Algunas consideraciones sobre el uso de estados contables ajustados por inflación como piso para la valuación de las empresas.**

Entendemos que este criterio no es el adecuado. El patrimonio neto contable de una sociedad responde a un acuerdo definido en las normas contables, diseñadas en su concepto principal para entes que están "en marcha" o en funcionamiento y no representan a la fecha de corte el verdadero valor de mercado que tiene ese patrimonio. En este sentido, las normas contables no se definieron para valorar una sociedad, no representan valores corrientes, ni siquiera si fueran ajustados por inflación.

Es más, reconocido es el planteo que la sociedad hace de que los estados contables no reflejan la verdadera riqueza de las sociedades ya que no valora los activos producto de sus recursos humanos, cartera de clientes, etc. Este punto, lejos de proteger al inversor, entendemos que lo perjudica. Definir pisos de valuación atenta

el propio proceso de valorar una sociedad. Por otra parte, es conocido que existe un organismo internacional a los que varios países adhieren, que se dedica a definir normas de valuación en general, incluyendo estos casos.

- **El precio a pagar por la OPA o DUVA deberá ser ajustado por inflación desde la fecha de presentación de la empresa del precio a pagar hasta la fecha de anuncio de su efectivo pago. En caso de que el precio sea mejorado por su pedido deberá ser actualizado desde esta fecha.**

La CNV debería arbitrar los medios para la protección de los intereses de los accionistas, creando un sistema de actualización del precio fijado por el Directorio para la ejecución del Retiro, que lo actualice entre el momento de su fijación y el del efectivo pago, teniendo en consideración similares mecanismos de reexpresión en moneda constante que los implementados para la distribución de utilidades de las sociedades que hacen oferta pública.

Por último, agradecemos la intervención que pueda brindarle a nuestras propuestas – entendiendo que las mismas redundarán en un mejor desarrollo por parte de los involucrados -, habiendo presentado un panorama más completo y acabado de la problemática planteada, en base al valioso aporte técnico que han realizado todas nuestras Comisiones de Estudio, en pos de la defensa de las incumbencias en Ciencias Económicas.

Sin otro particular, esperando el tratamiento favorable que pueda brindarle a nuestra nota, hacemos propicia la ocasión para saludarlo con atenta consideración.



Dr. Julio R. Rotman
Secretario



Dra. Gabriela V. Russo
Presidente