

**EL ALCANCE DEL CONCEPTO DE
COLOCACION POR OFERTA PÚBLICA DE
OBLIGACIONES NEGOCIABLES SEGÚN
EL ART. 36 INC. 1º DE LA LEY N° 23.576
(MOD. POR LEY N° 23.962)**

MARCELO ALEJANDRO CAMERINI

RESUMEN DE CONTENIDO

Siempre sostengo que la Ley de Obligaciones Negociables (N° 23.576, y sus modificaciones introducidas por la Ley N° 23.962) – “LON”- contiene dos elementos que son caracterizantes de ésta: (i) tipicidad y (ii) autonomía. Sin embargo en su redacción el legislador ha omitido dos cuestiones que tienen suma importancia, la primera consiste en determinar cuál es el alcance de la colocación por oferta pública que le permite al emisor de Obligaciones Negociables (“ON”) obtener los beneficios impositivos; la segunda quien es la autoridad de control público que determina cuándo la colocación ha alcanzado el esfuerzo de oferta para que sea considerada como pública y cuando

no. Esta ponencia tiene como intención definir esas dos circunstancias.

I.- QUÉ ES LA OFERTA PÚBLICA

Nuestro sistema legal define en el art. 16¹ de la Ley N° 17.811 qué es oferta pública. En mi opinión, la definición dada por el mencionado art. contiene tres elementos que son constitutivos de la existencia de oferta pública, y esto son: (i) la invitación efectuada a personas en general; (ii) para realizar cualquier acto jurídico con valores mobiliarios, y (iii) por cualquier procedimiento de difusión.

Ahora bien, para que se configure el primer elemento, es necesario que el oferente realice la invitación a personas en general.

El concepto de general, lleva implícito la indeterminación de la oferta, lo que implica la falta de contacto personal y directo del oferente con el potencial inversor. Pero ello, no implica que el oferente no pueda discriminar su ofrecimiento, en grupos o sectores a quienes desea dirigir la oferta.

Por último, se requiere que exista simultaneidad en la exteriorización del ofrecimiento, aun cuando pueda concretarse luego por entrevistas individuales y en forma personal.

El segundo elemento se configura cuando la invitación es para efectuar un acto jurídico con valores mobiliarios cualesquiera que estos fueren. El valor mobiliario es el objeto del ofrecimiento y representa el aporte dinerario del inversor.

El tercer elemento se constituye cuando la oferta se realice por cualquier procedimiento de difusión. A esos efectos la publicidad puede incluir las actividades tradicionales –v.g. diarios, revistas, avi-

¹ Dicho artículo preceptúa: “ Se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquellos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radioeléctricas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”. El Decreto N° 677/01 incluyó dentro del alcance de la definición legal antes dada a: “...los actos jurídicos con otros instrumentos financieros de cualquier naturaleza que se negocien en un mercado autorizado, tales como contratos a término, de futuros u opciones”.

sos, etc., pero también el buzoneo, el marketing directo, la información a través de Internet, el uso de e-mail cuando el mismo es generalizado.

Comparto la posición de Jorge Bacqué cuando señala que: “...la característica consiste en que la oferta sea efectuada por los emisores o por organizaciones dedicadas al comercio de títulos valores, es accesoria, ya que si no se reúnen los tres elementos antes enumerados, la oferta no es pública y por consiguiente quien la realiza no cae dentro del ámbito de la ley...”.

Si bien la jurisprudencia en la materia es escasa, entiende que: “Conforme al art. 16 ley 17.811, la oferta pública de valores no se limita a la emisión de acciones por la sociedad, sino a la realización de cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuados por los emisores o por organizaciones [...]”. (Conf: CNCom., Sala “B”, 30-10-70, in re “Flaiban S.A.” J.A. 10-1971-32).

A mayor abundamiento, la Corte Suprema de Justicia de la Nación ha analizando el alcance del artículo 16 de la Ley N° 17.811 en relación al sujeto oferente diciendo: “No resulta definitiva del concepto de oferta pública de títulos valores, la característica mencionada en el Art. 16 de la Ley N° 17.811, de que dicha oferta sea efectuada por emisiones u organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de los mismos, ya que admitir lo contrario equivaldría a excluir del ámbito de aplicación de dicha ley a los sujetos que no siendo emisores ni personas dedicadas en forma exclusiva al comercio de títulos valores efectúan invitaciones a realizar actos jurídicos con dichos títulos mediante procedimientos de difusión masiva, lo cual frustraría la finalidad de control y fiscalización instituido por dicha ley” (conf. in re “Small de Bello, Selva c/ Comisión Nacional de Valores”, 3-10-1985, ED., 117-159).

II.- QUÉ ES LA COLOCACIÓN PRIVADA

La oferta privada consiste en ofrecer en forma particular –no generalizada e indeterminada–, la realización de actos jurídicos con valores mobiliarios, sin hacer uso de procedimientos de masivos de difusión.

Debe entenderse la colocación privada como la oferta de valores mobiliarios que con las mismas características jurídicas que una emisión sujeta al régimen de oferta pública, recibe un tratamiento diferente por parte del derecho del mercado de capitales. La diferencia radica en que no existe, en esta modalidad de colocación un control de legalidad de la oferta como mecanismo tuitivo del Estado en protección del público inversor, y está limitada por su carácter cerrado a un determinado número de ahorristas. Asimismo, la colocación de ON por oferta privada carece de beneficios impositivos.

III).- EL ART. 36 INC. 1º DE LON

El art. 36 de la LON nos señala que el emisor de ON podrá acceder al tratamiento impositivo que le dispensa la LON cuando cumpla con las condiciones que fijan sus cuatro incisos, El inciso primero –que es el que a esta ponencia interesa– refiere que la emisión de ON debe ser colocada por oferta pública, autorizada por la Comisión Nacional de Valores (“CNV”).

La primera pregunta que debo formularme es si LON debe definir qué entiende por oferta pública?. Mi posición es que no debe hacerlo, y esto lo sostengo en la idea que cada ley que dicta el legislador, no tiene por qué definir cada uno de los términos o concepto que contiene ya que, el sistema legal de un país se integra y complementa con el conjunto de normas jurídicas vigentes en cada momento, que se apoyan entre sí. Nuestra legislación positiva determina en el art. 16 de la Ley Nº 17.811 cual es el concepto de oferta pública para el legislador.

Esto motiva un segundo interrogante: ¿bajo qué ley debe interpretarse el inc. 1º del art. 36 de LON?. Ninguna duda tengo que dicho inciso deber interpretarse bajo los términos del art. 16 de la Ley Nº 17.811.

IV).- QUÉ ES EL ESFUERZO DE COLOCACIÓN?

Antes de ahora señalé cuáles eran los elementos que constituyen el tipo en el régimen de oferta pública, y que reunidos llevan inexora-

blemente al emisor u ofertante a tener que pedir autorización a la CNV para poder efectuar la oferta.

Sin embargo, una vez que el emisor obtuvo la autorización respectiva, debe acreditar haber realizado lo que denomino “esfuerzo de oferta”, o también conocido como esfuerzo de colocación y que tiene como finalidad que el público inversor conozca sobre la invitación que se le efectúa.

Entiendo que, debe considerarse al esfuerzo de oferta, como aquellos mecanismos que lleva adelante el emisor para darle materialidad a la oferta pública otorgada por la CNV. No existe una definición taxativa de que incluye ello, pero está claro que el esfuerzo debe consistir en ofrecer al público inversor los valores mobiliarios, para ello el emisor puede valerse de todos los métodos que considere convenientes, siempre que dichos métodos lleguen en forma generalizada al público inversor.

Así las cosas, si un emisor de ON solicita oferta pública ya que con ello obtiene los beneficios impositivos que señala el inc. 1º del art. 36 de LON, pero no efectúa el esfuerzo de colocación, en mi opinión no ha materializado la oferta, con lo cual no ha alcanzado el estado que exige la ley de oferta pública para poder acceder a sus beneficios directos e indirectos.

Bien podrá preguntarse el lector cuáles son esfuerzo de oferta?. Son esfuerzo de oferta: (i) reuniones colectivas; (ii) reuniones grupales o por sectores de inversores; (iii) distribución de cientos de prospectos entre inversores particulares e institucionales (v.g. AFJPs, bancos, compañía de seguros, etc.); (iv) publicaciones periodísticas en revistas especializadas y publicidad a través de páginas web; (v) puesta a disposición del prospecto de emisión en el domicilio del emisor; (vi) etc.

V).- EL PROBLEMA DE LA JURISDICCIÓN

Este es el segundo gran inconveniente que debemos superar para poder llegar a determinar el alcance de la colocación por oferta pública.

Para poder despejar todas las dudas al respecto, entiendo que

cuando una emisora con domicilio en argentina solicita la autorización de oferta pública por la emisión de ON a la CNV, coloca dichos valores mobiliarios haciendo el esfuerzo de colocación precedentemente definido, y destina los fondos obtenidos de la colocación a las áreas de la empresa que la LON le exige, debe acceder al beneficio impositivo que la ley le depara, toda vez que cumple con el precepto establecido por el legislador en el inc. 1° del art. 36 de LON.

Ahora bien, qué pasa si además dicha sociedad coloca parte de la emisión en el exterior, y más precisamente en los Estados Unidos de América, bajo la Regla 144-A y la Regulación “S” del Acta de Títulos Valores de ese país?, es susceptible de calificar como colocada por oferta pública en los términos de la ley Argentina?

Respondiendo al primer interrogante que me formulé, respecto del control de legalidad de la oferta pública, la autoridad Argentina nada puede observar de ese procedimiento. Es decir, en mi criterio la CNV podría y es más debería solicitar que se acrediten en las actuaciones que tramitan a su cargo las constancias respecto que la sociedad ha pedido oferta pública en otra jurisdicción, pero al solo hecho de contar con total información. La respuesta al segundo interrogante no se hace esperar, por supuesto que debe ser calificada como colocada por oferta pública en los términos de la LON, con independencia de sí una parte de la colocación se realiza en el exterior, ello a la autoridad Argentina no le debe importar, y ello se funda en que cuando la emisora desee realizar la oferta en otra jurisdicción deberá pedir en ese país la autorización respectiva, so pena de quedar en infracción a la ley. Lo que la autoridad Argentina debe controlar es que se cumplan los requisitos que precedentemente señalé al iniciar el comentario del este punto.

La jurisprudencia administrativa producida por la CNV tiene dicho que: “... *es requisito para negociar valores negociables en todo el ámbito nacional la obtención previa de la autorización de oferta pública [...], lo que no ocurrió con los productos ofrecidos, en tanto se invitó a realizar operaciones con valores negociables del exterior...*” (Conf. Resolución N° 14.397 del 9-1-03, Expte., rotulado “Gabriel Internacional Asociars, Inc. s/ posible oferta pública irregular de inversión en USA –investigación-”).

VI.- QUIÉN ES LA AUTORIDAD PÚBLICA DE CONTROL RESPECTO DEL INC. 1º DEL ART. 36 DE LA LON

Lo primero que advierto es que quien lea con detenimiento toda la LON podrá observar de inmediato que su texto contiene como idea que es la CNV quien ejerce la fiscalización de la LON. Fundo lo expresado en que hasta ha facultado el legislador a actuar a la CNV como agente de información de la Dirección General Impositiva respecto de la aplicación de la LON (conf. art. 41).

También es cierto que quien no quiera ceder ante el argumento que acabo de dar, podrá señalar que ello no surge expresamente del texto legal.

Acepto esa posición, pero la refuto señalando que dicho –hipotético vacío– fue suplido al dictarse el Decreto N° 156/89, el cual en su artículo 26 determinó que la autoridad de aplicación de la LON es la CNV.

Es decir que todas las interpretaciones que corresponda realizar sobre la misma, sólo le compete a la CNV.

La jurisprudencia es pacífica en señalar que: *“La ley 17.811 estructura la Comisión Nacional de Valores, determina sus funciones y la facultad para dictar las normas que hacen a su cometido cual es, en definitiva, la protección de los inversores, garantizando a su vez un seguro y productivo destino del ahorro del público inversor. No sólo ello traduce la gran importancia de las funciones de la mencionada Comisión Nacional de Valores, sino que aún más se acrecienta su responsabilidad cuando se advierte que en este tipo de negociaciones se apoya grado sumo la economía de un país”* (conf. CNac. Contadm. Federal, Salá 2ª, 21-5-81, *in re* “Comisión Nacional de Valores v/ Meller, Enrique”).

A mayor abundamiento, ha establecido la Excma. Cámara de Apelaciones en lo Comercial de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires respecto del control de legalidad que hace la CNV que: *“El fin primordial del sistema legal es el amparo del inversor, dándole seguridades que le alienten a dedicar sus ahorros a la adquisición de estos valores y así contribuir al desarrollo. De ahí la necesidad de aplicar con rigurosa estrictez las normas dictadas en cumplimiento de esa*

función” (conf. CNac. Com., Sala “B”, 11-12-70 *in re* “Establecimiento Textil San Andrés S.A. JA., 9-1971-575).

VI.- CONCLUSIONES

Como persona formada en el derecho y especializada en el derecho societario y del mercado de capitales, encuentro en el tema que he desarrollado en esta ponencia una suerte de falta de claridad por parte del Estado Nacional, a través de su organismo de Ingresos Públicos, respecto del alcance de la Ley N° 17.811 y la LON, efectuado interpretaciones que no obedecen a la intención que ha tenido el legislador cuando dictó esas normas legales.

Las consecuencias pueden ser muy variadas, pero sobre todo atentarán contra la seguridad jurídica que debe imperar en un país que se reputa de serio, y vulnerarán los contratos, que en última instancia, y como siempre digo parafraseando a David Hume, son los que permiten el desarrollo económico de una Nación.