

OBLIGACIONES NEGOCIABLES: LA COLOCACION PUBLICA DE UN REQUISITO INNECESARIO FRENTE A LA EFECTIVA OFERTA PUBLICA

Patricio Alberto Martín

Abstract

Las sociedades que recurren al mercado de capitales para financiarse a través de la emisión de obligaciones negociables no pueden tener condicionado el otorgamiento de los beneficios impositivos a que las obligaciones negociables sean colocadas por oferta pública o a la existencia de efectivos esfuerzos de colocación, términos enteramente subjetivos. La efectiva oferta pública de venta de las obligaciones negociables por el emisor y/o el colocador debe ser el parámetro a considerar para que el emisor goce de los beneficios impositivos previstos en la normativa vigente.

Ponencia

El financiamiento de las sociedades en el mercado de capitales se ha canalizado, principalmente, a través de la emisión de obligaciones negociables. Una de las principales razones de la utilización de dichos títulos valores radica en los beneficios impositivos que otorgan en caso de cumplirse los siguientes recaudos:

1. Se trate de emisiones de obligaciones negociables que sean colocadas por oferta pública, contando para ello con la respectiva autorización de la Comisión Nacional de Valores ("CNV") (inciso 1º del artículo 36 de la ley de obligaciones negociables).

2. La emisora garantice la aplicación de los fondos a obtener, mediante la colocación de las obligaciones negociables, a inversiones en activos físicos situados en el país, integración de capital de trabajo en el país, o refinanciación de pasivos, a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora

cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados (inciso 2º del artículo 36 de la ley de obligaciones negociables).

3. La emisora acredite ante la CNV que los fondos obtenidos fueron invertidos de acuerdo al plan aprobado (inciso 3º del artículo 36 de la ley de obligaciones negociables).

En la presente ponencia nos focalizaremos en el primero de los requisitos previstos, es decir, en la autorización de la CNV para hacer oferta pública de las obligaciones negociables y su efectiva colocación pública.

Oferta y colocación pública

A fin de que la CNV autorice la oferta pública de las obligaciones negociables se requiere el dictado de las resoluciones de los órganos societarios pertinentes de la emisora, la presentación de la solicitud de oferta pública respectiva, de la información prevista en la normativa vigente incluido la confección de un prospecto y el cumplimiento del régimen de publicidad. Cumplido el control de legalidad, la CNV dicta la resolución que autoriza la oferta pública de las obligaciones negociables.

La colocación pública de las obligaciones negociables es un concepto abstracto e impreciso. La norma no refiere a un número mínimo de inversores para que la colocación califique como pública, tampoco indica si requiere una mínima dispersión geográfica o de mercados. Sólo exige un resultado que consiste en que las obligaciones negociables "sean colocadas por oferta pública".

En una consulta formulada en relación con el requisito previsto en el inciso primero del artículo 36 de la ley de obligaciones negociables, la CNV distinguió la autorización de la colocación, entendiendo que:

"El precepto distingue claramente dos aspectos distintos, con existencia propia pese a su vinculación, insusceptibles identificar (i) la 'autorización de la Comisión Nacional de Valores' que como acto administrativo refleja el ejercicio regular por el administrado de una facultad preexistente y se presenta como un proyecto pendiente de concreción. 'La invitación' (art. 16, Ley Nº 17.811) autorizada por la CNV (art. 19, id) podrá tener mucha, poca o ninguna suerte, según la respuesta que brinden los destinatarios; y (ii) la colocación por

oferta pública de las obligaciones negociables implica un diferente concepto y actividad. Colocar es -según el Diccionario de la Real Academia Española- 'invertir dinero'; la colocación existe cuando la oferta es aceptada, entendiendo que la aceptación equivale a la suscripción del contrato de compraventa de valores. Queda en claro que la colocación por oferta pública deber sumarse a la autorización; nótese que la norma exige la colocación efectiva y no la mera autorización de la oferta pública" (1).

Cuestionamientos del fisco

Ciertos dictámenes del fisco sostuvieron que "no puede pretenderse que el requisito de colocación de oferta pública... se encuentre cumplimentado por el solo hecho de haber satisfecho las exigencias formales que establecen las normas para efectuar dicha colocación sino que es necesaria una efectiva colocación por oferta pública de los títulos valores" (2). En este sentido, se dictaminó que: "la intención de acción, por más probada que se encuentre, no resulta ser un hecho suficiente para otorgarle un tratamiento exentivo del presente impuesto a los intereses generados por los títulos de deuda bajo análisis, sino que deben cumplirse con todos los requisitos que establece la ley de gravamen para gozar de tal beneficio" (3).

Cuestionamientos similares refirieron a la procedencia de los beneficios impositivos de aquellas sociedades que estaban reestructurando su deuda (4).

(1) Nota Nº 7.035/03 que tramitó en el expediente caratulado "Ríos, Martín s/Consulta Refinanciación Deuda", con dictamen del gerente de sociedades emisoras Dr. Cipriano Rodríguez, conformado por providencia del directorio de la CNV del 8 de mayo de 2003.

(2) Resolución Nº 168/03 Tía S.A. del 29 de diciembre de 2003.

(3) Resolución Nº 168/03 Tía S.A. del 29 de diciembre de 2003.

(4) Los procesos de reestructuración de deuda fueron comunes a la mayoría de las sociedades que, en la década del noventa, habían emitido obligaciones negociables bajo legislación extranjera y que, en consecuencia, no fueron pesificadas.

Resolución conjunta

A raíz de opiniones como las expuestas por ciertos funcionarios de la Administración Federal de Ingresos Públicos (“AFIP”) y resoluciones de ésta que cuestionaban la procedencia de los beneficios impositivos se generó un manto de incertidumbre sobre numerosas operaciones. Con el objeto de llevar calma y seguridad a los mercados, la CNV propulsó el dictado de una resolución conjunta con la AFIP que brindara un marco jurídico que detallara los requisitos a cumplimentar a fin de obtener el tratamiento impositivo establecido en la normativa (artículos 36 bis y 37 de la ley de obligaciones negociables). Así, se dictó la resolución general N° 470 de la CNV y la resolución N° 1738 de la AFIP el 9 de septiembre de 2004 (la “Resolución Conjunta”).

En los considerandos de la Resolución Conjunta se expresa la necesidad de reglamentar la colocación primaria de obligaciones negociables y valores fiduciarios con oferta pública autorizada. Al respecto, introduce el concepto de “esfuerzo de colocación”. Así, la norma dispone que:

1. “El concepto de oferta pública incluye el caso de emisiones dirigidas a los mercados nacionales como también a los internacionales ... y aún cuando dichas emisiones estén dirigidas sólo a inversores institucionales, siempre y cuando la emisora o el colocador -en su caso- lleve a cabo *efectivos esfuerzos de colocación* en el país y en el exterior...” (la cursiva nos pertenece).

2. “La suscripción de un contrato de colocación... configura un elemento que pondera favorablemente el *esfuerzo de colocación* de la emisión” (la cursiva nos pertenece)⁽⁵⁾.

En la parte dispositiva de la Resolución Conjunta:

1. Se establece que “en los casos de refinanciación de deudas empresarias, los beneficios impositivos de las obligaciones negociables colocadas originalmente por oferta pública, sólo serán extendidos a

(5) Señalamos que en la casi totalidad de las emisiones existe la firma de un contrato de colocación en el cual se instrumenta la venta de los títulos a emitirse.

la nueva emisión que se ofrezca en canje, en la medida en que sus suscriptores revistan el carácter de tenedores de las obligaciones negociables objeto de canje”⁽⁶⁾.

2. Se reglamenta el procedimiento de colocación cuando el mismo tiene lugar a través del sistema de *book building* u otro similar⁽⁷⁾.

(6) El condicionamiento establecido tendría origen en el criterio de la CNV, que considera que canje de títulos de deuda implica una subrogación de las viejas obligaciones negociables por las nuevas y “por estimarse que se trata de un canje de títulos de deuda fiduciarios por las “Nuevas O.N.”, a partir de una efectiva y real colocación mediante oferta pública de los primeros, no advierten inconvenientes en entender que se extienda a las últimas dichas circunstancias en lo que hace a los beneficios impositivos”. Comentando dicho criterio los Dres. Serrano Redonnet y Grigioni interpretan que la CNV aplica para los canjes de títulos de deuda el principio de transitividad por le cual el organismo extiende, por carácter transitivo, los mismos efectos de las obligaciones negociables a ser canjeadas para las nuevas que sean emitidas como consecuencia del canje. En la opinión de los mencionados autores, corresponde la procedencia de los beneficios impositivos porque en tales procesos de canje existe una genuina oferta pública al ofrecerse los títulos mediante un proceso de canje público a un grupo determinado. Compartimos enteramente el criterio señalado por dichos autores” (Serrano Redonnet, Diego M. y Grigioni, María Gabriela, “¿Cuándo existe “oferta pública” de valores negociables”, en artículo publicado en eldial.com) (<http://www.eldial.com/suplementos/económico/doctrina/ec040618-a.asp>).

Sin perjuicio del fundamento invocado por la CNV para extender la aplicación de los beneficios impositivos a las obligaciones negociables ofrecidas en canje en los procesos de reestructuración de deuda, lo cierto es que la Resolución Conjunta fue muy positiva para despejar las dudas generadas en materia de reestructuración de deuda y transmitir seguridad jurídica a los emisores e inversores.

(7) Artículo 57: en los casos en los que se efectúe la colocación primaria utilizando el sistema denominado “*book building*” u otro similar, se deberá:

a) publicar el Prospecto en su versión definitiva, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 13 del Capítulo VIII (Prospecto) de las Normas.

b) efectuar la invitación a ofertar por medios de difusión pública por un plazo mínimo de nueve (9) días, informando en caso de corresponder el precio de referencia inicial o las pautas para la determinación del precio final, lo cual se tendrá que acreditar a la Comisión. Durante este período se podrán recibir manifestaciones de interés.

c) llevar un registro de las manifestaciones de interés recibidas, en el que se deberán identificar los potenciales inversores, detallar la fecha y hora en

Adicionalmente, se dispone que la celebración de un contrato de colocación resulta válida a los fines de considerar cumplimentado el requisito de la oferta pública impuesto por el artículo 36 de la ley N° 23.576, si el colocador ofertó -por los medios previstos en la ley N° 17.811- las obligaciones negociables al público en general o a un grupo determinado de personas. El agente colocador deberá acreditar a la emisora la colocación de los valores mediante oferta pública y la emisora deberá conservar dicha documentación para la procedencia de los beneficios impositivos previstos legalmente.

Respecto de las emisiones también dirigidas a los mercados internacionales, la Resolución Conjunta dispone que se considerarán colocadas por oferta pública, no obstante lo establecido por las leyes o reglamentaciones de tales mercados, aún cuando la oferta sea sólo para inversores institucionales, si la emisora o el colocador -en su caso- lleva a cabo *efectivos esfuerzos de colocación*, que deberán describirse detalladamente en el prospecto de emisión.

La colocación pública: un requisito innecesario y confuso como condición para la procedencia de los beneficios impositivos

Como ya adelantamos, el requisito de que las emisiones negociables sean colocadas por oferta pública constituye una

que fueron efectuadas, la cantidad de valores negociables requeridos, el límite de precio -en caso de que fuese necesario expresarlo- y cualquier otro dato que resulte relevante.

Para la colocación de las obligaciones negociables o valores fiduciarios, los inversores que hubieren efectuado manifestaciones de interés deberán ratificarlas el día de la suscripción, que podrá ser por uno (1) día y que tendrá lugar con posterioridad a la última publicación que complemente la información financiera de conformidad con lo dispuesto en el artículo 13 del Capítulo VIII (Prospecto) de las Normas, salvo que las publicaciones de los puntos a) y b) contuvieran parámetros máximos y mínimos razonables, respecto de la información faltante.

El registro en todos los casos deberá llevarse en la República Argentina, por un medio computarizado informado a la Comisión, y podrá ser verificado por ella con anterioridad, al momento del cierre, o posteriormente.

condición cuyo cumplimiento resulta sumamente difícil de acreditar en nuestro mercado.

La dificultad reside en que el concepto de colocación pública no es unívoco. En consecuencia, para quienes “colocación pública” significa que las obligaciones negociables se han vendido entre 10 inversores, para otros puede significar que se requiere un mínimo de 100 inversores y otros tomarán en cuenta dónde se encuentran localizados dichos inversores, es decir, si en distintas provincias del país, o si en el país o en el exterior, y otros analizarán si fueron adquiridos por personas físicas o jurídicas para sí o para la cartera que administran de terceros y así podríamos señalar numerosos criterios para determinar cuando la colocación califica como pública o no.

Claro está que existen emisiones de obligaciones negociables que generan un gran interés en el mercado y existe una evidente colocación pública. Tales casos, lamentablemente, son la excepción en nuestro mercado de capitales.

Por otra parte, la operatoria en estas transacciones muestra que:

1. En la mayoría, por no decir en la casi totalidad de las emisiones, existe un contrato de *underwriting* o *placement agreement* por el cual se designa a un agente colocador, en general, una entidad financiera para que proceda a la venta (en la modalidad *best efforts*) o reventa de los títulos valores (si es un *firm commitment*). Así, la colocación pública estará a cargo de tal agente colocador.

2. Estando el registro de las tenencias de los inversores en sistemas de depósito colectivo, Caja de Valores S.A. en la República Argentina, The Depository Trust Company en los Estados Unidos de América y Euroclear y Clearstream en Europa, resulta imposible conocer quienes adquirieron en última instancia las obligaciones negociables, es decir, quienes son los *beneficial owners* de los títulos de deuda emitidos.

No es posible y, en nuestro criterio, no es razonable condicionar los beneficios impositivos a acreditar un requisito que no está precisado y que, por su propia naturaleza, es subjetivo. Por otra parte, aún cuando se intentara detallar el concepto, resultaría imposible por la operatoria antes descrita en el mercado internacional (numeral dos antes referido).

La Resolución Conjunta trata de suplir tal falencia exigiendo la acreditación de *efectivos esfuerzos de colocación*. En lo que respecta a

una colocación en el mercado local a través del sistema de *book building* se entenderá acreditado la realización de efectivos esfuerzos de colocación cumpliendo con lo previsto en el artículo 57 de la Resolución Conjunta. Tratándose de colocaciones en mercados internacionales no se establece un parámetro respecto de la actuación del emisor o colocador para tener por cumplidos los *efectivos esfuerzos de colocación*; lo cual -por otra parte- no resulta factible ya que se correría el riesgo de exigirle el cumplimiento de requisitos adicionales al emisor así como la obtención de autorizaciones de organismos de contralor de esos países cuando no es intención del mismo.

En nuestra opinión la procedencia de los beneficios impositivos debería requerir la autorización de la CNV para realizar oferta pública de las obligaciones negociables y la efectiva oferta pública, es decir la efectiva invitación a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar un acto jurídico -en nuestro caso, la compraventa- con las obligaciones negociables en los modos previstos en el artículo 16 de la ley N° 17.811 ⁽⁸⁾.

De este modo, obtenida la autorización de la CNV y realizada una oferta pública de venta de las obligaciones negociables por el colocador, o eventualmente el emisor, se debería tener por cumplido este requisito. Ello así, con independencia de la cantidad de inversores que adquieran los títulos, que serán muchos o pocos según el interés que generen en el mercado. Dicha condición complementada con un procedimiento que asegure la transparencia en la recepción de las ofertas, determinación del precio o tasa y adjudicación de las ofertas, con igualdad de oportunidades para todos los interesados ⁽⁹⁾ permitirá

(8) Se considera oferta pública la invitaciones 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 aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión.

(9) Coincidimos con la opinión expresada por Villegas y Kenny en el sentido que no puede haber personas que tengan derechos de prelación sobre otras (conf. Villegas, Marcelo y Kenny, Mario O., "Oferta pública de valores negociables:

contar con un mejor marco jurídico para facilitar el desarrollo del mercado de capitales local.

La seguridad jurídica requiere contar con un parámetro objetivo que permita a la sociedad emisora saber el tratamiento impositivo al cual se somete cuando emite, con la autorización de la CNV, obligaciones negociables en forma pública.