

La recompra de obligaciones negociables ante al silencio de la reforma y de la Nueva Ley de Mercado de Capitales N° 26.831

Por Nicolás Belgrano y Alejandro Martínez de Hoz. Ponencia presentada en el III Congreso Argentino en Mercado de Capitales, Aspectos Jurídicos y Contables: “La Nueva Ley de Capitales: Fundamentos y Perspectivas.

Sumario: I.-La recompra de obligaciones negociables como operación no regulada. (i) ¿Aplicación analógica de la regulación sobre acciones propias?, (ii) ¿Existe la necesidad de una regulación específica? II.- Cuestiones prácticas sobre la recompra de obligaciones negociables: deber de informar y trato igualitario. (i) Deber de informar: “*Material non-public information*” e “*Insider information*”. (ii) ¿Información ex ante o ex post?. (iii) Alcance de la oferta y trato igualitario entre tenedores. III.- La figura del “*Tender offer*” y los estándares de valoración. IV.- Consideraciones finales.

I. La recompra de obligaciones negociables como operación no regulada

Bajo determinadas condiciones de mercado y ante el acaecimiento de hechos particulares que pueden influir en la situación financiera y contable de las sociedades emisoras, éstas pueden verse impulsadas a adquirir las obligaciones negociables (“ONs”) que han emitido anteriormente para obtener financiamiento. Dicha recompra¹ puede tener lugar en bolsas o mercados de valores o mediante negociaciones privadas fuera de las bolsas o mercados de valores, y podrán adquirir una clase o serie, varias clases o series, o una porción de las mismas.

Existe un amplio espectro de razones por las cuales las emisoras pueden adoptar la decisión de emprender recompras individuales o secuenciales de ONs: situaciones de comercialización de los títulos bajo la par² o en las cuales las emisoras hayan encontrado medios de financiamiento a tasas más convenientes, supuestos de excesos de liquidez en caja y relaciones comerciales y/o jurídicas de la emisora que la sujeten a determinados *covenants* de reducción de sus pasivos son ejemplos típicos ante los cuales la emisora podría hallarse ante la necesidad y/o conveniencia de recomprar –o cancelar- deuda anticipadamente. Asimismo, este fenómeno puede tener lugar ante supuestos menos

¹ Cuando nos referimos a la recompra de obligaciones negociables, hacemos referencia a la expresión anglosajona *repurchase*, mediante la cual se describe la adquisición de los títulos emitidos por la misma sociedad adquirente. Preferiremos no utilizar la expresión “adquisición de obligaciones negociables propias” -tal como la Ley 26.831 se refiere al tratar el supuesto de recompra de acciones- por dos motivos: (i) el término “propias” es intrínseco y lógicamente aplicable a los títulos representativos de capital (*equity*) que están estrechamente vinculados con la propiedad misma de una sociedad, no así en cuanto a las obligaciones negociables que son un título representativo de la deuda de una sociedad; y (ii) las obligaciones negociables, una vez suscriptas por un tercero, otorgan a éste el derecho de cobro y, consecuentemente, nada tienen de “propias” de la sociedad, es decir, ni corresponden a la sociedad ni integran el capital de la misma, sino que solamente generan una obligación en cabeza de esta.

² Las recompras bajo la par tuvieron gran popularidad -especialmente en Estados Unidos e Inglaterra- durante la crisis económica-financiera que azotó los mercados mundiales a partir del 2008 a causa de la llamada “*burbuja financiera*”. Las emisoras preferían realizar las recompras mediante negociaciones privadas y evitar programas de recompra que implicarían tener que adquirir todas las obligaciones negociables de determinada clase a un único precio.

usuales como ser, por ejemplo, que un cliente habitual de la emisora le ofrezca venderle sus ONs y la emisora considere conveniente atender la propuesta del mismo³.

Cabe aquí mencionar que, aun ante la relevancia que reviste la operación de recompra de ONs en tanto actividad financiera propia del mercado de capitales, no existe disposición alguna que regule específicamente de manera expresa este tema. De todas maneras, resulta menester aclarar que podría válidamente sostenerse que determinadas normas en el ordenamiento vigente sí hacen referencia –o que, cuanto menos, son aplicables de manera indirecta- a la recompra de ONs.

Tal es el caso previsto en el artículo 1º, Título III, Capítulo II (ofertas públicas de adquisición) de las normas del nuevo texto ordenado de la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) (año 2013), el cual dispone que *"Toda persona física o jurídica que pretenda realizar una **oferta pública de adquisición** y/o canje de **valores negociables** deberá en forma obligatoria solicitar previamente la autorización a la Comisión"*. Idéntico texto contenía el anterior texto ordenado de la CNV (año 2001).

Por su parte, el artículo 2 de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 define "Valores negociables" como: *Títulos valores emitidos tanto en forma cartular así como todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los **valores de crédito o representativos de derechos creditorios**, las acciones, las cuotas partes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se registren en mercados autorizados, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados. Si bien esta definición no menciona expresamente a las ONs, razonablemente podrían éstas incluirse dentro del concepto de "valores de crédito o representativos de derechos creditorios"*.

De todos modos, visto que el resto del capítulo sobre ofertas públicas de adquisición (“OPAs”) solo regula la cuestión de las acciones (o títulos de deuda convertibles en acciones), parecería que "implícitamente" se deja sin efecto la amplitud del espectro abarcado por el artículo 1º cuando se refiere a OPA de "valores negociables".

³ Como se desprende de los ejemplos mencionados, la recompra es la capacidad o facultad que tiene la emisora de intermediar o adquirir títulos valores de deuda propios en el mercado secundario (o mediante negociaciones privadas), tratándose siempre de operaciones en las cuales los eventuales vendedores accederían voluntariamente a la venta de las obligaciones negociables en su poder, a diferencia de aquellos supuestos de *rescate* de obligaciones negociables, en los cuales la venta puede resultar obligatoria para la emisora o para los tenedores en virtud de lo previsto en los prospectos de emisión. Asimismo, cabe aclarar que, al hablar de recompra, nos referiremos exclusivamente a la adquisición anticipada de ONs, es decir, cuando la emisora las adquiere antes de su vencimiento.

Nada se previó en las derogadas disposiciones de la Ley N° 17.811 y del Decreto N° 677/01 sobre el régimen de transparencia en la oferta pública, ni en la Ley de ONs N° 23.576 o en otras normas de la CNV. La Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550, la cual brinda un amplio tratamiento a la recompra de acciones propias, tampoco prevé la recompra de ONs. Aún más interesante resulta que la nueva Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 -y su reglamentación mediante el Decreto N° 1023/2013 y el Nuevo Texto Ordenado de la CNV del año 2013- ha omitido regular o hacer mención alguna a la recompra de ONs, por lo que aún sigue sin haber norma en nuestro ordenamiento que la prevea de manera expresa a pesar de que más de la mitad del volumen operado en el mercado de capitales son ONs⁴.

Desde una perspectiva positivista extrema, cabría entonces invocar el principio de legalidad y reserva de ley para sostener que “todo lo que no está prohibido, está permitido” y que, por lo tanto, no existirían restricciones para la actividad de recompra de ONs. Un argumento de índole exegético también podría sostener que si el legislador no lo incluyó en ninguna de las normas que regulan el mercado de capitales y la actividad financiera en general, es porque deliberadamente decidió omitirlo y, por las razones que fueren, no consideró conveniente ni adecuado regularlo.

(i) *¿Aplicación analógica de la regulación sobre acciones propias?*

A pesar de lo expuesto, es preciso tener presente que existen principios rectores -principio de transparencia, información plena, protección al público inversor, trato igualitario entre inversores y protección de la estabilidad de las entidades e intermediarios financieros, etc.- los cuales rigen para todos los actores del mercado de capitales y no sólo para aquéllos que son objeto de regulaciones legales específicas, como quienes llevan a cabo la recompra de acciones propias. Asimismo, existen numerosas normas que, si bien no prevén de manera expresa la recompra de ONs, podrían ser analógicamente aplicadas -con las salvedades de cada caso- o servir como lineamientos y directrices generales a la recompra de ONs. Claro ejemplo de ello resulta la adquisición de acciones propias, regulada expresamente en el artículo 68 de la Ley 26.831 y en las Normas de la CNV. A diferencia de las acciones, los títulos representativos de deuda representan meramente un crédito contra dicha sociedad y no una participación en la sociedad misma, por lo cual, en una primera aproximación, no parecería necesario otorgar una protección similar a la destinada por el legislador a los tenedores de acciones. Sin perjuicio de ello, cabe anticipar que es de nuestra opinión que ello no significa que la transferencia de títulos representativos de deuda deba ser librada a la absoluta libertad contractual entre las partes y a una generalizada falta de regulación estatal, toda vez que este tipo de operaciones son susceptibles de afectar los principios de igualdad, transparencia y seguridad que rigen el mercado de capitales.

(ii) *¿Existe la necesidad de una regulación específica?*

En los párrafos precedentes hemos mencionado que, ante la falta de regulación expresa, los únicos preceptos que parecerían regir la recompra de ONs son aquéllos que fueron establecidos en el prospecto y suplemento de precio de cada emisión. Independientemente de las notificaciones de hechos relevantes que las emisoras cumplen en informar a la CNV ante una recompra de ONs,

⁴ En este sentido, ver <http://www.cronista.com/finanzasmercados/Se-duplicó-la-negociacion-de-bonos-corporativos-en-el-mercado-secundario-20130902-0029.html> y “Crece 174% en julio nuevo financiamiento en mercado de capitales”, en Revista Noticias online. 05/08/2013.

podría suponerse que no hay mayores recaudos ni previsiones legales que deban observar las emisoras que recompran deuda.

Surge entonces el interrogante sobre si la falta de previsión legal expresa en la materia genera algún tipo de incertidumbre e inseguridad jurídica en la práctica y/o implica riesgos para las emisoras que recompren ONs o, al contrario, si la omisión normativa halla su fundamento en la falta de necesidad de regular este tipo de operaciones porque no se presentan cuestiones controvertidas a la hora de la recompra y tampoco hay riesgo de afectar derechos de otros participantes en los mercados.

En las secciones siguientes pondremos sobre el tapete algunas cuestiones prácticas que podrían razonablemente generar controversias en cuanto a aspectos en particular como consecuencia del vacío legal en la materia que nos ocupa. Asimismo, propondremos algunas soluciones que, a nuestro juicio, resultarían acertadas y coherentes con los principios y valores rectores del mercado de capitales. En este mismo sentido, también haremos referencia a ciertos estándares y principios vigentes en otras jurisdicciones que son actualmente utilizados como directrices para resolver cuestiones controvertidas que se plantean con cierta frecuencia ante los magistrados y autoridades de aplicación.

Es de nuestra opinión que, si bien la adquisición de ONs por la propia emisora no es un tema que despierte tantos interrogantes y cuestiones controvertidas como lo es la adquisición de acciones propias –en donde los derechos de los accionistas son mucho más susceptibles de ser vulnerados–, sí debe ser analizada desde la óptica de los principios y valores tutelados en el mercado de capitales y, por lo tanto, merece ser destinataria, cuanto menos, de una mención legal expresa que describa el procedimiento de recompra y establezca pautas mínimas que deberían ser respetadas por los operadores del mercado.

II. Cuestiones prácticas sobre la recompra de ONs: deber de informar y trato igualitario entre los tenedores

Frente a la gran parte de las operaciones de recompra de ONs que tuvieron lugar en Argentina durante los últimos diez años podría interpretarse que el sistema legal es laxo en este punto ya que, como factor común a todas estas operaciones, la mayoría han sido informadas a la CNV –como se constata a través de la Autopista de la Información Financiera - y a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, pero la notificación, por lo general, se llevó a cabo con posterioridad al perfeccionamiento de la operación y, según pudimos constatar en el sitio web de la CNV, no existirían resoluciones de iniciación o conclusión de sumarios por este tema.

De ello resulta que este tipo de operaciones no despierta la atención del legislador ni de los organismos de contralor de la misma manera que sí lo hace la adquisición de acciones propias. A nuestro entender, ello obedece a la naturaleza misma de la operación en cuestión: se trata de una decisión de índole comercial en la cual se decide la adquisición –o cancelación anticipada- de deuda y en la cual el capital social y, por ende el derecho económico de cada uno de los accionistas no se ve directamente afectado y sus derechos no se ponen en riesgo. Sin embargo, resulta necesario hacer reparo en algunas cuestiones que sí podrían poner en jaque estos derechos y los principios rectores del mercado de capitales. Ello no a los fines de adentrarse en una discusión puramente teórica o

doctrinaria sobre la exegética de la legislación comercial, sino en aras de plantear los riesgos prácticos concretos que podrían presentarse en la práctica ante operaciones de ésta índole.

En el supuesto de que una compañía tome la decisión de realizar recompra de ONs, cabe plantearse la interrogante sobre la necesidad de publicar dicha operación a los fines de dar cumplimiento al deber de informar que pesa sobre las emisoras. Ante una respuesta afirmativa, también será preciso determinar con qué alcance temporal y material debe cumplirse dicha obligación a fin de evitar una infracción al principio de información plena, transparencia e igualdad entre tenedores.

(i) *Deber de informar: “Material non-public information” e “Insider information”*

En determinadas jurisdicciones como Estados Unidos e Inglaterra, al momento en que una emisora decide recomprar deuda, deberá tener en cuenta si tiene en su poder información significativa sobre la emisora o sus títulos valores, es decir, “*material non-public information*”⁵. La doctrina y la jurisprudencia estadounidenses sostienen que un determinado evento debe ser informado a los reguladores del mercado de capitales en la medida en que dicho evento satisfaga un estándar de “materialidad” (*materiality*). La Corte Suprema de los Estados Unidos ha definido el alcance del estándar de “materialidad” al considerar que cierta información es material cuando existe “*una probabilidad sustancial de que un inversor razonable consideraría importante tal información al decidir cómo votar*”⁶.

Sin embargo, resulta esencial aclarar que no existe normativa específica ni jurisprudencia que trate directamente el deber de información previsto en la Rule 10b-5 en lo relativo a recompra de ONs⁷. Ante esa situación, gran parte de la doctrina norteamericana simplifica la cuestión y propone una solución práctica, considerando que la cuestión debe analizarse a la luz de los principios básicos de información y transparencia aplicable a la recompra de acciones y a otras cuestiones afines. La SEC ha marcado esta tendencia mediante la adopción de decisiones y manifestación de posturas en este mismo sentido en reiteradas ocasiones⁸. El concepto en cuestión fue desarrollado a través de la jurisprudencia anglosajona y es similar al “*hecho relevante*” definido en las Normas de la CNV y por la jurisprudencia de nuestros tribunales en reiteradas ocasiones⁹.

⁵ A modo de ejemplo cabe mencionar la Rule 10b-5 de la Security Exchange Commission (“SEC”), que impone obligaciones generales de revelar información a los adquirentes de títulos que se encuentran en poder de este tipo de información.

⁶ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 US 438 (1976). Para mayor información véase “*Toma de control de emisoras: una propuesta para la determinación del momento de su anuncio al mercado*” Por José A Martínez de Hoz (nieto). I° Congreso Argentino de Mercado de Capitales.

⁷ En este sentido, ver artículo de Latham & Watkins Corporate Finance Group, *Client Alert*, N° 687, 31.03.2008.

⁸ Ejemplo claro de ello resulta la Securities Act Release No. 6434, del 17 de noviembre de 1982. En este acto, la SEC emitió la Rule 10b-18 y manifestó que “*other relevant provisions of the federal securities laws and existing policies and procedures of the various self-regulatory organizations impose disclosure responsibilities that appear to be sufficient to ensure that investors and the marketplace in general receive adequate information considering the issuer purchases*”. De ese modo, la SEC claramente expuso su postura sobre la factibilidad y conveniencia de aplicar los principios generales y normas análogas sobre el deber de información a las situaciones que no están expresamente reguladas.

⁹ “Constituyen hechos relevantes todos aquellos con aptitudes para incidir en decisiones de inversión o desinversión y/o en el precio de cotización de los valores negociables.” Cita en “*Comisión Nacional de Valores c/Quickfood s/denuncia de Carlos A. y Gastón A.Montagna s/organismos externos*” (CNCOM – SALA E – 07.03.2013).

De manera similar, la *EU Market Abuse Directive*¹⁰ prohíbe las transacciones en las que se ha utilizado “*inside information*”, es decir, información no pública de cualquier naturaleza relacionada directa o indirectamente con una compañía o sus títulos emitidos y que, en caso que la misma hubiera sido revelada al público, muy probablemente tendría un efecto significativo en el precio de las ONs en cuestión. Consecuentemente, el principio rector es que una compañía que decida embarcarse en un programa de recompra de ONs -o en recompras aisladas significativas- tendrá que considerar, de antemano, si está en poder de *inside information* como, por ejemplo, ganancias no declaradas, resultados financieros aún no publicados, cualquier fusión u otra operación comercial significativa a realizarse en un futuro próximo, el impacto de la recompra de ONs en la situación contable-financiera de la emisora, etc. Si bien no existe norma que haya establecido taxativamente los casos que deben ser considerados como *inside information*, abunda la jurisprudencia con casuística que permite entender el alcance del concepto¹¹.

Una de las cuestiones que ha planteado en reiteradas ocasiones la jurisprudencia en los Estados Unidos ha sido si el hecho mismo de que una compañía esté llevando a cabo tareas preparatorias para llevar adelante un programa de recompra constituye en sí *material non public information* que, en tanto susceptible de afectar el mercado, debería ser informado de antemano al lanzamiento del programa. Si bien existen posiciones encontradas al respecto, hay posturas¹² que explican que, ante la ausencia de circunstancias excepcionales, si la totalidad del valor nominal en circulación de una clase de ONs no va a ser sustancialmente reducida y es negociada privadamente con algunos de los tenedores, evitando deliberadamente un anuncio o publicación sobre la misma, un anuncio previo raramente debería ser exigido, salvo que el impacto de la recompra en la situación económico-financiera de la emisora tenga un impacto significativo en el valor de las ONs detenidas por terceros¹³.

Con respecto al impacto en la situación económico-financiera de la emisora, un indicio de relevancia será analizar si la potencial reducción en la liquidez de la emisora, combinado con la reducción del pasivo –por la adquisición de los títulos de deuda- podrían permitir a un tenedor argumentar razonablemente que no hubiera vendido al precio que vendió si hubiera sabido que la situación financiera de la emisora mejoraría de tal manera luego del programa de recompra.

¹⁰ Directiva N° 2003/6/EC del Parlamento Europeo y del Consejo de fecha 28 de enero de 2003, sobre operaciones con información privilegiada y manipulación de mercado.

¹¹ En este mismo, en el leading case “Terrabusi” la CSJN confirmó la interpretación de la figura del “*insider trading*” realizada por la CNV en el sumario iniciado contra ciertos directivos y accionistas integrantes del grupo de control de Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. En el sumario, la CNV resolvió que estos directivos y accionistas incurrieron en *insider trading* según el artículo 21 de la Resolución General N° 277/1993 que prohibía “valerse de la información reservada a (...) a fin de obtener para sí o para otros ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de títulos valores o de cualquier operación relacionada con el régimen de la oferta pública.” Aplicando el “abstain or disclose rule” del derecho norteamericano, la CNV consideró que los sumariados debieron abstenerse de operar en el mercado si contaban con información privilegiada, o debieron informarla al público previo a realizar cualquier operación en el mercado.

¹² Latham & Watkins Corporate Finance Group, *Client Alert*, N° 687, 31.03.2008, p.5.

¹³ A fin de determinar si el porcentaje de reducción del flotante (“*free-float*”) de una clase de obligaciones es “significativa”, será necesario analizar integralmente las circunstancias del caso. Por ejemplo, una emisora que recompra obligaciones negociables en el mercado secundario en pequeñas cantidades a lo largo de un período prolongado de tiempo probablemente nunca estará revelando su intención de reducir significativamente el “*overall float*”.

A fin de mitigar los riesgos de incurrir en una infracción a la prohibición de utilizar “*material non public information*” muchas emisoras apuntan a iniciar los programas de recompra apenas finalizada la publicación de sus ganancias anuales ya que, aún si durante el transcurso del programa la emisora toma conocimiento de hechos o circunstancias que encuadren bajo el concepto de “*material non publica information*”, no existirá obligación de interrumpir el programa.

(ii) ¿Información ex ante o ex post?

El artículo 2 Título XII Capítulo I Sección II del Nuevo Texto Ordenado 2013 de la CNV dispone que “*los administradores de entidades emisoras que realicen oferta pública de valores negociables y los integrantes del órgano de fiscalización, éstos últimos en materia de su competencia, y los administradores de mercados, cámaras compensadoras y demás agentes registrados ante la CNV en todas sus categorías, y en su caso, los integrantes de sus órganos de fiscalización, estos últimos en materia de su competencia, deberán informar a la CNV en forma inmediata, a través de la Autopista de la Información Financiera- en los términos del artículo 99 de la Ley N° 26.831- todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de los valores negociables, el curso de su negociación, o el desenvolvimiento de la actividad propia de cada sujeto alcanzado*”. En este sentido, el artículo 3 inciso 4) incluye entre las obligaciones de informar toda decisión sobre inversiones extraordinarias y celebración de operaciones financieras o comerciales de magnitud.

En virtud de lo expuesto, y a fin de no incurrir en una infracción al deber de informar, resultará de vital importancia determinar si la recompra de ONs debe ser anunciada con carácter previo a su comienzo o si, al contrario, puede ser simplemente informada luego de haber sido realizada. Cabe mencionar que, sin perjuicio de que desconocemos antecedentes en Argentina sobre sanciones por información publicada tardíamente bajo un programa de recompra de ONs, un incumplimiento al deber de informar un hecho relevante a tiempo podría constituir motivo suficiente para la aplicación de sanciones a la emisora. En esta misma línea, pero en diferentes supuestos y en relación a acciones –no títulos- se ha pronunciado la jurisprudencia nacional al hacer referencia al principio de información plena, que “*apunta a disminuir la diferencia que existe entre la información que tiene la sociedad en relación a la que poseen los inversores, aumentando la transparencia en el mercado*”¹⁴.

Al momento de llevar adelante una recompra, la emisora deberá analizar si se encuentra en poder de *material non public information* o hechos relevantes es decir, si en caso que la información -sobre la recompra misma u otra información privilegiada- se hiciera pública, tendría un efecto significativo en el precio de las ONs o no. Por lo tanto, si la emisora considera que la información podrá razonablemente impactar en el precio de los títulos o en el mercado en general, deberá informar sobre la recompra a llevarse a cabo y/o sobre la información privilegiada que tiene en su poder. Por ejemplo, si es de esperarse que el anuncio de una recompra por parte de la emisora o si el hecho de

¹⁴ Dicho principio fue expresado como fundamento para la aplicación de sanciones en el fallo “*Comisión Nacional de Valores c/Quickfood s/denuncia de Carlos A. y Gastón A.Montagna s/organismos externos*” (CNCOM – SALA E – 07.03.2013.” Asu vez, los magistrados fundaron la sanción en la supuesta violación al artículo 23 del Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio, que establece que “las emisoras cuyos títulos valores se encuentren admitidos a la cotización deben informar para su publicación inmediatamente de producirse o tomar conocimiento sobre cualquier hecho no habitual que por su importancia pueda incidir sustancialmente en el curso de la cotización de tales valores”.

que se encuentre en negociaciones para llevar a cabo una fusión o adquisición sean hechos que razonablemente subirían el precio de los títulos, la sociedad tendrá la obligación de informar la recompra o los otros hechos relevantes de antemano a la autoridad de contralor, si bien el interés particular de la emisora puede ser, lógicamente, evitar el anuncio para poder obtener los títulos a menor precio y así obtener un beneficio económico por la diferencia entre el precio de suscripción inicial y el precio al que las adquirió en el mercado secundario.

(iii) Alcance de la oferta y trato igualitario entre tenedores

Cuando una emisora toma la decisión de recomprar sus títulos de deuda: ¿Debe dirigir la oferta a todos los tenedores, o puede negociar privadamente con algunos? ¿La oferta de recompra –ya sea dirigida a todos o a algunos- debe ser uniforme, o puede diferir según las categorías de tenedores? Será necesario analizar ciertos factores en cada caso particular a fin de no afectar el principio de *pari passu* entre los acreedores.

En primer lugar, corresponde analizar si la posibilidad de efectuar una recompra está prevista en el prospecto de emisión y/o en todo otro documento complementario relativo a la emisión. En caso afirmativo, será necesario determinar las condiciones en que se previó la recompra, es decir, si se previó que la oferta de recompra podía ser dirigida sólo a los tenedores de algunas clases de ONs –y bajo qué condiciones- y, dentro de esa misma clase, si la oferta debe ser dirigida a todos o sólo a algunos a elección de la emisora. Sostenemos que, si el prospecto de emisión prevé la posibilidad de recompra y prevé las condiciones en las que la misma puede llevarse a cabo, no cabe hacer reparo ni objeción alguna si la emisora se atiene a lo previsto en los documentos de la emisión, toda vez que las partes han contratado libremente y considerando, sobretodo, que el prospecto de emisión ha sido aprobado por la autoridad de contralor.

En caso que la recompra haya sido prevista en el prospecto pero no se hubiere aclarado nada sobre el alcance de la oferta y los destinatarios de la misma, consideramos lo siguiente:

(a) Diferentes clases o series de ONs: es de nuestra opinión que, en principio, no se estaría violando el principio de *pari passu* si la recompra se dirige sólo a los tenedores de algunas clases de ONs. Asumiendo que las distintas clases de ONs tienen distintas fechas de vencimiento, no se estarían afectando los derechos de los tenedores si se recompran las ONs con fecha de vencimiento anterior. Sin embargo, si se presenta un supuesto en el que la emisora tiene la intención de recomprar solamente una clase de ONs que tienen fecha de vencimiento posterior a otras ONs que no son objeto de la oferta de recompra, es razonable que los tenedores de ONs con fecha de vencimiento anterior puedan ver sus derechos afectados. En este último supuesto, consideramos aplicable los baremos que se explican en el apartado siguiente para las ofertas dirigidas a una misma clase de ONs. Básicamente, que la emisora demuestre que la recompra redundará en un beneficio económico para esta y sus accionistas, y que no se genera una afectación negativa al patrimonio social.

(b) Misma clase o serie de ONs: en este supuesto se presenta de manera mucho más controvertida la libertad de la emisora para dirigir la oferta de recompra, ya que es altamente susceptible de afectar el derecho a la igualdad de cobro entre los tenedores de una misma

clase de ONs¹⁵. En términos generales, consideramos que no se afectaría el principio de *pari passu* en tanto y en cuanto la emisora (i) logre demostrar que con la recompra anticipada se generaría una ganancia para la sociedad –como consecuencia, por ejemplo, de comprar bajo la par- que redundaría en un beneficio tanto de los acreedores como de los accionistas y, a su vez, se eliminaría el pasivo de la sociedad; (ii) demuestre que tiene capacidad financiera suficiente para cumplir con el pago de las otras ONs de la misma clase a su vencimiento. Asimismo, consideramos que resultará de vital importancia que la oferta sea dirigida a través de un método lo más transparente posible e intentar que a través del mismo se abarque a la mayor cantidad de tenedores posible.

III. La figura del “Tender offer” y los estándares de valoración

En virtud de que muchas jurisdicciones poseen estrictas reglas de oferta pública de acciones (“OPA”) o “*tender offer*” que se aplican o podrían aplicarse a títulos de deuda, las emisoras, al trazar un programa de recompra de deuda generalmente tenderán a evitar que el mismo sea alcanzado por las reglas de las OPAs. En el sistema jurídico estadounidense, el primer punto de análisis al cual debe someterse una compañía o afiliadas que desean recomprar es si el programa de recompra será considerado una “*tender offer*” bajo la normativa que rige los títulos valores en Estados Unidos o en cada uno de sus estados en particular. El encuadramiento del programa bajo el concepto de *tender offer* será determinado por los hechos y circunstancias particulares de cada caso. Si el programa de recompra, por las cualidades propias del caso, queda comprendido dentro de este concepto, será sometido a estrictas reglas y controles regulados por la SEC como, por ejemplo, que el programa permanezca abierto por el plazo mínimo de veinte días. Un programa que sea *a posteriori* considerado como *tender offer* y que no haya cumplimentado las reglas de este sistema quedará sujeto a severas sanciones a ser aplicadas por la SEC¹⁶.

Fiel a su estilo y tradición, el sistema jurídico anglosajón ha recogido los elementos esenciales de la institución y ha definido lo que constituye una *tender offer* a través de la jurisprudencia, no proveyendo para esta una definición exacta en disposiciones escritas. En términos generales, una *tender offer* debe entenderse como una oferta pública de adquisición dirigida a tenedores de bonos bajo un precio y condiciones determinadas, y mantenida por un lapso determinado de tiempo. A fin de brindar mayor seguridad en cuanto a los elementos constitutivos y esenciales de una *tender offer*, la jurisprudencia ha desarrollado una serie de principios para determinar cuándo se está frente a un supuesto de esta índole. El primer antecedente que definió expresamente los principios característicos de la *tender offer* fue el precedente “*Wellman v. Dickinson*”¹⁷, mediante el cual se

¹⁵ A modo de ejemplo, cabe citar el fallo “Comisión Nacional de Valores v. Alpargatas S.A.” (Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala E, AR/JUR/9478/2006), en el cual se resolvió que “desinteresarse a unos y no a todos los tenedores de Obligaciones Negociables a una única clase de la emisión significa, en los hechos, hacer privilegiar – por los motivos que esgrimió la encartada- los derechos creditorios de los primeros en contravención con las contravenciones mismas del empréstito”. De todas maneras, resulta menester aclarar que aquél caso tuvo lugar bajo un supuesto de crisis financiera enfrentada por la emisora y la misma pagó solamente algunas ONs en el plazo de vencimiento en desmedro de otras que también estaban vencidas, por lo que las circunstancias en realidad asimilan el caso a una situación de concurso o quiebra del acreedor.

¹⁶ White & Case, *Insight Capital Markets. High Yield Debt Repurchases*. February 2008.

¹⁷ *Wellman v. Dickinson*, 475 F.Supp. 783, 823-824 (S.D.N.Y. 1979).

manifestaron ciertos criterios fundamentales para analizar si una recompra de acciones encuadra bajo las reglas de la *tender offer*¹⁸.

Asimismo, estos baremos también fueron objeto de un tratamiento detallado en el precedente judicial *Hanson Trust PLC v SMC Corporation*¹⁹, mediante el cual los magistrados sostuvieron que cinco adquisiciones negociadas privadamente y una negociación pública de las acciones de una compañía, que en total sumaban el 25% de las acciones comunes en circulación no constituían una *tender offer* atento que muchas de las condiciones que dieron lugar al dictado de las normas de *tender offer* no tienen lugar en el caso de operaciones negociadas de manera privada: la cantidad y porcentaje de accionistas es menor, la negociación privada implica menos publicidad, y los vendedores habitualmente están más capacitados y suelen tener un mayor grado de expertise en la materia, con lo cual son menos vulnerables a que se los presione o que incurran en confusiones o errores.

De todas maneras, cabe aclarar que el *Wellman Test* es una construcción jurisprudencial y, consecuentemente, siempre quedará a discreción judicial o de la autoridad de aplicación analizar si los hechos y circunstancias de cada caso concreto hacen aplicables las reglas de la *tender offer*, ya que los factores descriptos son meros indicadores que, según su distinta conjugación, inclinarán la balanza para uno u otro lado en cada supuesto concreto. Por ejemplo, en Estados Unidos, la SEC ha regulado las “*debt tender offers*” de acuerdo a la Rule 14e-1 de la Securities Exchange Act de 1934 pero considera que están sujetas a una regulación menos estricta que la OPAs.

¹⁸ (i) Publicidad de la oferta: ¿la oferta de adquisición fue diseminada ampliamente entre todos los tenedores, o fue dirigida a un número limitado de ellos? Si la oferta es dirigida a todos o gran parte de los tenedores, habrá más probabilidad de que sea considerada *tender offer* y se le apliquen sus reglas. Además, será de extrema relevancia considerar la naturaleza y características de los vendedores: si éstos son inversores institucionales que gozan de una presunta sofisticación técnica y expertise superior a la de los inversores individuales y la oferta es solamente dirigida a ellos, probablemente no se apliquen las reglas de la *tender offer*, aun cuando se adquiera un porcentaje significativo de los bonos.

(ii) Precio de adquisición de los títulos: si el precio de oferta para la adquisición excediera significativamente el precio bajo el cual se comercian los bonos en el mercado, ello tenderá a ser considerado una *tender offer*.

(iii) Cantidad de bonos implicados: cuanto mayor es el porcentaje de bonos emitidos que abarca la oferta de adquisición, más se aproximará la operación a ser incluida dentro de las reglas de *tender offer*.

(iv) Condiciones impuestas a los tenedores: cuanto más varíen los precios ofrecidos y las condiciones bajo las cuales se adquieren los bonos de cada uno de los tenedores, menor será la posibilidad de que la adquisición quede sujeta al régimen de una “*tender offer*”. De este modo se estaría evitando caer en el precio y condiciones estándares y únicas que definen a la *tender offer*.

(v) Si la oferta se presenta como supeditada a la adquisición de un número mínimo de bonos a ser adquiridos, tendrá más tendencia a quedar comprendida dentro del régimen.

(vi) Tiempo de mantenimiento de la oferta: cuanto más tiempo permanezca vigente la oferta y no se encuentre sujeta a restricciones temporales, mayor será la posibilidad de que quede exenta del régimen de *tender offer*.

(vii) Presión sobre los tenedores: una *tender offer* tendrá lugar cuando las circunstancias del caso permitan determinar que de cualquier manera se ejerció presión sobre los tenedores, impulsándolos a aceptar la oferta rápidamente bajo el ultimátum implícito de “tómalo o déjalo”.

(viii) ¿Los anuncios públicos del programa de adquisición fueron seguidos de una rápida acumulación de bonos de la compañía?

¹⁹ *Hanson Trust PLC v SMC Corporation*, 774 F. 2d 47 (2d Cir. NY 1985).

En base al análisis expuesto, podría considerarse que la adquisición de ONs a través de operaciones en el mercado abierto y por una duración extendida en el tiempo no implicarían una “*tender offer*”. De manera similar, ciertas decisiones de la CNV sobre “*filings*” realizados por emisoras para obtener la autorización de CNV para “*debt tender offers*” (“IMPSA” y “Telefónica de Argentina”) y canjes de deuda (“Telecom Argentina” y “Multicanal”) han aclarado que la Resolución General 401/02 de CNV sobre OPA y canje de valores negociables no aplica a “*debt tender offers*” y/o canje de deudas²⁰, sino que aplica para casos de adquisiciones de acciones con derecho a voto u otros títulos que directa o indirectamente otorguen el derecho de suscribir, adquirir, o convertirse en acciones con derecho a voto. Sin perjuicio de que la CNV ha indicado que “*debt tender offers*” y canjes de deuda no requieren autorización de CNV, los emisores deben mantener a la CNV informada del proceso de negociación de la oferta y de su resultado.

IV. Comentarios finales

Ante la falta de una previsión legal expresa que prevea la recompra de obligaciones negociables y el procedimiento para llevarla a cabo despierta ciertos interrogantes que se presentan con frecuencia en la realidad del mercado de capitales de Argentina, que es preponderantemente de deuda y no de *equity*. Si bien es preciso reconocer que los antecedentes no evidencian la existencia de numerosas situaciones en las cuales las emisoras hayan sido objeto de sumarios o de aplicación de sanciones por las autoridades de contralor, desarrollar el marco legal para el tema que nos ocupa no resultaría en absoluto sobreabundante ya que proveería a las emisoras de una mayor seguridad jurídica para actuar acorde a los principios y valores tutelados por el sistema de mercado de capitales argentino.

Sin embargo, a modo de aclaración –y a los fines de no caer en un excesivo rigorismo regulatorio– consideramos que sería excesivo desarrollar régimen legal igual de estricto que el aplicable a la recompra de acciones. En este mismo sentido, tampoco consideramos que sea necesario aplicar analógicamente a la recompra de ONs todas las disposiciones referidas a la recompra de acciones, ya que, por las razones expuestas en los párrafos precedentes, resultaría excesivamente demandante.

Frente al contexto descrito, es de nuestra opinión que algunas normas sobre recompra de acciones, así como también los principios rectores del mercado de capitales (información plena, transparencia, igualdad entre tenedores, etc.), las directivas de la SEC y el *case law* de Estados Unidos e Inglaterra sean tenidos en cuenta como “directrices” por las emisoras que tomen la decisión de recomprar obligaciones negociables –ya sea a través de un programa de recompra o mediante operaciones de recompra aisladas– a fin de no afectar derechos de terceros o ser objeto de sumarios o sanciones por las autoridades de contralor.

²⁰ La Resolución General 401/02 no había dejado en claro si aplicaban a *debt tender offers* y canjes de deuda. La misma establecía la necesidad de contar con los siguientes requisitos: previa autorización de CNV, publicación de avisos con cierta información obligatoria, un prospecto que debía cumplir con los requerimientos de las normas de CNV, una garantía para asegurar el cumplimiento de las obligaciones que surgen con la OPA o el canje, los dos últimos balances anuales auditados de la compañía (y de su grupo, de existir), un compromiso de adquisición irrevocable, un período de oferta de entre 20 y 30 días desde la oferta o la autorización, la recomendación del Directorio sobre el precio razonable, e informar hechos relevantes relacionadas a la oferta.

Frente a la falta de previsión legal expresa, y contando con las directrices y baremos expuestos a lo largo de esta ponencia, será la emisora la que, en cada caso concreto, voluntariamente deberá decidir en qué condiciones realizará la recompra de obligaciones negociables.

Bibliografía

- I. Revista El Cronista Online (<http://www.cronista.com/finanzasmercados/Se-duplicó-la-negociacion-de-bonos-corporativos-en-el-mercado-secundario-20130902-0029.html>).
- II. Revista Noticias Online de fecha 05/08/2013 (“*Crece 174% en julio nuevo financiamiento en mercado de capitales*”).
- III. *Toma de control de emisoras: una propuesta para la determinación del momento de su anuncio al mercado*” Por José A Martínez de Hoz (nieto). I° Congreso Argentino de Mercado de Capitales.
- IV. Latham & Watkins Corporate Finance Group, *Client Alert*, N° 687, 31.03.2008.
- V. Securities Act Release No. 6434, del 17 de noviembre de 1982
- VI. “*Comisión Nacional de Valores c/Quickfood s/denuncia de Carlos A. y Gastón A. Montagna s/organismos externos*” (CNCOM – SALA E – 07.03.2013).
- VII. Directiva N° 2003/6/EC del Parlamento Europeo y del Consejo de fecha 28 de enero de 2003
- VIII. “*Comisión Nacional de Valores c. Establecimiento Modelo Terrabusi S.A.*” (330:1855).
- IX. “*Comisión Nacional de Valores c. Alpargatas S.A.I.C.*” (Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala E, AR/JUR/9478/2006).
- X. White & Case, Insight Capital Markets. *High Yield Debt Repurchases*. February 2008.
- XI. *Wellman v. Dickinson*, 475 F.Supp. 783, 823-824 (S.D.N.Y. 1979).
- XII. *Hanson Trust PLC v SMC Corporation*, 774 F. 2d 47 (2d Cir. NY 1985).

A handwritten signature consisting of the letters 'p' and 'h' in a cursive style, followed by a long, sweeping horizontal line that extends to the right.A handwritten signature consisting of the numbers '1' and '5' in a cursive style, followed by a long, sweeping horizontal line that extends to the right.