

**Universidad del Cema**  
**Maestría en Finanzas**  
**Orientación (Mercado de Capitales)**

Titulo del trabajo: *Oferta de Adquisición de Obligaciones Negociables*

Subtítulo del trabajo: *Transacciones puntuales over the counter como solución a las imperfecciones del marco normativo argentino actual*

Autor del trabajo: *Leonardo Angel Magliocco*

E-mail del autor del trabajo: *lmagliocco@altopalermo.com.ar*

Director de la tesina: *Dr. Rodolfo Apreda*

Buenos Aires, 14 de Febrero de 2011

## **Abstract**

Este trabajo desarrolla la “*Oferta de Adquisición de Obligaciones Negociables*”, detallando las ventajas y desventajas de sus distintas metodologías y profundizando sus aspectos impositivos, cambiarios y económicos.

Asimismo, proporciona un análisis de la normativa vigente en Estados Unidos y en Argentina para este tipo de operaciones, enumerando los requisitos impuestos por *SEC* y *CNV*. Como producto del análisis, se han detectado muchas imperfecciones en la normativa argentina, que asimila la operación a una compra de acciones.

Frente a estas deficiencias normativas, se ha introducido la posibilidad de efectuar compras sucesivas de bonos *over the counter*, que dan mayor flexibilidad al oferente para comprar las ONs con mayor rapidez, logrando mejor pricing de la posición y asumiendo menores costos transaccionales.

## **1 ) Introducción**

En este trabajo se desarrollará la temática de la “*Oferta de Adquisición de Obligaciones Negociables*” o “*Tender Offer de Obligaciones Negociables*”. Dentro de sus distintas modalidades que serán descriptas más adelante, particularmente se explorará la oferta de adquisición realizada por un tercero en comparación con la recompra de bonos efectuada por la propia compañía. A los fines de este trabajo, al referirnos a un tercero, no necesariamente estaremos haciendo alusión a un tercero independiente, sino que estaremos hablando de una compañía controlante, vinculada o subsidiaria dentro de un grupo económico de compañías.

En la primera parte se describirá en qué consiste una Oferta de Adquisición de Obligaciones Negociables, abordando el sentido económico de este tipo de transacciones y sus aspectos metodológicos, impositivos y cambiarios.

Es importante aclarar que se limitará el alcance del trabajo al marco legal que impacta a una sociedad anónima argentina que tiene sus acciones cotizando en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y sus ADRs en el New York Stock Exchange, por lo cual se encuentra sujeta tanto a las normativas dictadas por Comisión Nacional de Valores (“CNV”) como a las dispuestas por la Securities and Exchange Commission (“SEC”). Se detallarán en el trabajo las características que debe reunir la transacción para cumplir con ambos esquemas normativos, buscando la mejor manera de alcanzar los objetivos deseados.

Finalmente, en la búsqueda del objeto principal de este trabajo, que es poder determinar cuál es la mejor manera de llevar a cabo esta transacción, se introducirá la posibilidad de realizar operaciones de carácter privado en el mercado secundario con tenedores particulares de bonos que deseen vender sus posiciones y se compararán las ventajas y desventajas que representa esta alternativa en relación al lanzamiento de una operación de carácter público.

## **2) ¿En qué consiste la Oferta de Adquisición de Obligaciones Negociables?**

Una Oferta Pública de Adquisición de Obligaciones Negociables o Tender Offer de Obligaciones Negociables tiene lugar cuando el emisor de dichas obligaciones negociables o un tercero (que puede ser parte relacionada o no) ofrece al mercado un pago en efectivo de acuerdo a un precio a determinar a cambio de recibir las obligaciones negociables de los tenedores de los bonos.



Si se trata de una oferta lanzada por el emisor, una vez recibidos los bonos a cambio del pago en efectivo, éste tiene la opción de: i) cancelar las obligaciones negociables emitidas en el pasado y recibidas nuevamente producto del tender offer, ii) mantenerlas en cartera como inversión con la posibilidad de revenderlas en el futuro.

Si la oferta fue lanzada por un tercero que no es parte relacionada, principalmente su objetivo será mantenerlos como inversión; sin embargo en caso que el tercero sea una compañía vinculada a un grupo económico, adicionalmente contará con la alternativa de capitalizar la deuda en una subsidiaria.

El siguiente cuadro resume lo planteado anteriormente, pudiendo reconocer los distintos tipos de transacción según sus oferentes:

<b>Self Tender</b>	La propia compañía recompra sus bonos en el Mercado. Posibilita mantener los bonos en cartera como inversión o cancelar la deuda a opción de la compañía
<b>Third Party Tender</b>	La oferta de compra la efectúa un tercero, que puede tratarse de una compañía controlante, subsidiaria o vinculada dentro de un grupo económico de compañías. Adicionalmente a las posibilidades enunciadas para el self tender, esta alternativa permitiría la capitalización de los bonos en un eventual aumento de capital de una subsidiaria. Este último aspecto es muy importante, puesto que un eventual futuro aumento de capital de una subsidiaria, la compañía controlante, que adquirió los bonos de la controlada en el mercado, podría hacer valer sus tenencias de Obligaciones Negociables a <i>face value</i> al capitalizarlos, de forma tal de darle a su aporte de capital un mayor valor, si es que los bonos están cotizando a descuento en el mercado al momento del aumento de capital de la subsidiaria.

a) Aspecto impositivo

Es importante destacar que el *third party tender* para una transacción generada por una subsidiaria dentro de un grupo de compañías ofrece interesantes ventajas desde el punto de vista impositivo, ya que permite el no pago de impuestos sobre las ganancias de capital hasta el momento de la amortización del capital. Como los bonos vigentes en el mercado emitidos por compañías argentinas generalmente son *bullet*, se obtiene una ventaja comparativa importante al no estar obligados a pagar el impuesto hasta el vencimiento de la vida del bono, que por lo general es de 7 ó 10 años.

En contraposición, la compra efectuada por el propio emisor genera una ganancia gravada en el momento cero, o sea 35% de la diferencia entre el precio de mercado y el valor nominal del bono al momento de la adquisición. Como estas operaciones tienen lugar cuando el valor de mercado de los bonos se encuentra muy bajo, en general el impacto impositivo es significativo y esto constituye un factor no menor a la hora de tomar una determinación respecto a la metodología adoptada. Es necesario aclarar que la decisión no se debe tomar en forma aislada, sino que se debe contemplar en el análisis la posición global impositiva de cada compañía. Es decir, si miramos la operación particular diríamos que no es conveniente que los adquiera la propia compañía, pero si esta compañía cuenta

con numerosos quebrantos impositivos próximos a vencer, podría resultar oportuno generar el resultado impositivo para poder utilizarlos.

#### b) Aspecto Cambiario

En países con controles de cambios como la Argentina, otra consideración de relevancia a la hora de definir si la adquisición la lleva a cabo la propia compañía o una compañía subsidiaria dentro de un grupo económico es justamente el aspecto cambiario. Por medio del Decreto N° 260/2002, el gobierno argentino implementó un mercado de cambios por el cual se realizan todas las operaciones de cambios de divisas (*“Mercado Unico y Libre de Cambios” o “MULC”*). Dichas operaciones se encuentran sujetas a las regulaciones y requerimientos impuestos por el Banco Central. Por medio de la Comunicación “A” 3471 y sus modificatorias, el Banco Central estableció ciertas restricciones y requisitos aplicables a las operaciones de cambio de divisas, las cuales deben ser cumplidas bajo apercibimiento de la aplicación de sanciones penales.

En el marco de dicha normativa, se establece en la Comunicación A 5126 que *“las personas físicas y jurídicas con domicilio en Argentina se encuentran autorizadas a adquirir hasta U\$S 2.000.000 mensuales y transferir libremente dichos fondos al exterior”*. Una de las excepciones a esta limitación se da a través de la Comunicaciones A 4147 y A 4643 del Banco Central de la República Argentina, que habilita a aquellas compañías que realizaron emisiones de deuda con oferta pública en el mercado de capitales internacional a acceder al MULC para comprar los dólares necesarios para hacer frente a los intereses y al capital de dichas obligaciones con el exterior.

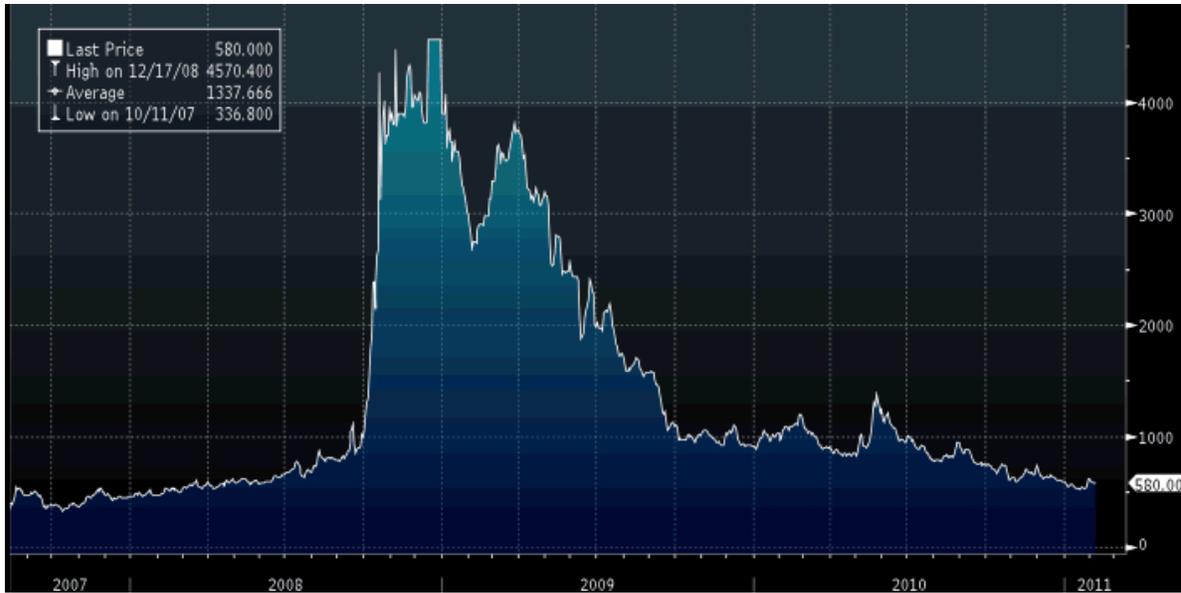
El hecho de que la adquisición la lleve a cabo un tercero relacionado, permite que el emisor al tener que pagar los intereses de la deuda acceda al MULC para comprar los dólares necesarios y pueda transferirlos a la compañía relacionada como lo hace con cualquier otro tercero tenedor de las obligaciones negociables. Esto dentro de un grupo económico de compañías tiene valor porque proporciona un canal cambiario adicional para mover flujos de dólares dentro del grupo.

### c) Sentido Económico de la transacción

Una Oferta de Adquisición de Obligaciones Negociables generalmente se lleva a cabo en contextos macroeconómicos de crisis. El sentido económico de la transacción se da por el hecho de que es la propia compañía o una compañía vinculada la que sale a respaldar al mercado comprando sus propias obligaciones negociables, con el objetivo de establecer un piso para la caída de precios que está teniendo lugar en el mercado. Esto representa una fuerte señal hacia los bonistas que confiaron en la compañía comprando su crédito durante la emisión primaria.

Por otro lado, para la propia compañía tiene una doble finalidad: poner freno a la ola vendedora y generar una alternativa de inversión atractiva. En relación a esto último, nada mejor para una compañía que invertir en su propio crédito en entornos de crisis, ya que nadie conoce mejor que la propia compañía su crédito y el riesgo que este trae aparejado. Por ejemplo, durante la *crisis subprime* del año 2008, los créditos de la mayoría de las compañías argentinas se han visto fuertemente golpeados en sus cotizaciones, alcanzando precios de default, simplemente por tratarse de bajas generalizadas en todos los activos de riesgo y particularmente penalizando a Argentina dentro del universo de mercados emergentes por su default de 2001, cuando los fundamentals de las compañías seguían estando muy fuertes y los números de sus balances seguían mostrando cifras de crecimiento alentadoras.

A continuación se puede observar la evolución del *Credit Default Swap o CDS* de Argentina a 5 años, la abrupta suba a partir de septiembre de 2008 refleja el mayor riesgo de los bonos argentinos en relación a los *US Treasuries*. Esto responde principalmente a la crisis mundial subprime que se disparó a partir de la caída de *Lehman Brothers* combinada con algunos efectos locales como fueron la nacionalización de los depósitos de las Aseguradoras de Fondos Jubilatorios y de Pensión decretada por el Gobierno Nacional, la poca credibilidad que empezaron a mostrar los índices publicados por el INDEC y la acentuación de la crisis política a partir del conflicto con el campo.

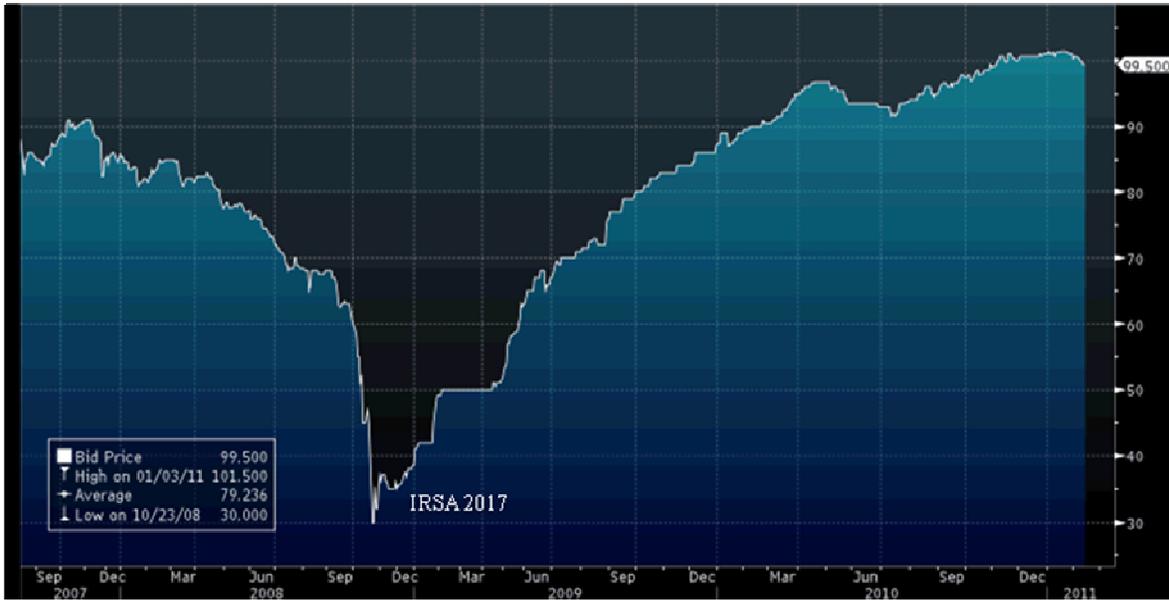


Fuente: Bloomberg

Todos estos efectos afectaron la confianza de los inversores hacia la Argentina y en consecuencia implicaron una abrupta caída en los precios de los bonos corporativos que en muchos casos alcanzaron precios de default, como lo demuestran los gráficos de los bonos de Macro 2017 e IRSA 2017:



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

d) Tratamiento desde la Normativa Americana

De acuerdo a las normas de la SEC, se puede lanzar la Oferta de Adquisición o Tender Offer al mercado en forma pública o alternatively se pueden llevar a cabo transacciones *over the counter* con los tenedores de los bonos con las salvedades que puntualizaremos más adelante.

En caso de optar por una operación pública, existen tres tipos de modalidades en relación a los distintos mecanismos de oferta que se pueden utilizar para determinar el precio de los bonos en el mercado:

<b>Modified Dutch Auction</b>	Se establece un rango de precios y se reciben ofertas de los tenedores dentro de ese rango. Al vencimiento se realiza un corte en el precio más bajo que le permita a la Compañía completar el monto de la oferta.
<b>Fix Price</b>	Se establece un precio fijo al lanzar la oferta, el cual puede ser modificado hasta 10 días hábiles antes de la finalización de la oferta.
<b>Fix Margin</b>	Se establece un margen fijo con respecto a un benchmark (como pueden ser los Treasuries Americanos). El margen debería contemplar el riesgo país de Argentina. Es similar a la metodología de precio fijo, con cierta flexibilidad dada por los movimientos de los Treasuries.

Sin embargo, SEC establece algunas restricciones para la aplicación de los mecanismos de oferta en función a que se trate de un Self Tender o un Third Party Tender, tal como se puede observar en el cuadro que figura a continuación:

	<b>Modified Dutch Auction</b>	<b>Fix Price</b>	<b>Fix Margin</b>
<b>Self Tender</b>	Permitido	Permitido	Permitido
<b>Third Party Tender</b>	No permitido (*)	Permitido	Permitido

(\*) La utilización del procedimiento de Modified Dutch Auction en un Third Party Tender no está permitido por SEC. En caso que el tercero sea una compañía relacionada dentro de un grupo económico, se podría realizar una consulta previa a SEC para asimilar la oferta a un self tender bajo el argumento precisamente que se trata de un "Grupo de Compañías vinculadas". Esta justificación sólo sería válida, si y sólo si, la decisión de las Compañías es cancelar los bonos comprados y no se puede garantizar la respuesta de la SEC sea favorable a esta iniciativa.

En cualquiera de las tres metodologías, bajo la normativa americana es necesario especificar en el prospecto la intención que tendrá la compañía respecto a los bonos una vez que los compre, es decir si deseará mantenerlos como inversión en cartera, si deseará cancelar la deuda o si tiene como objetivo la capitalización en un futuro aumento de capital si las circunstancias así lo requieren.

El plazo mínimo en los Estados Unidos es de 20 días hábiles, es decir se debe mantener la oferta en el mercado desde su lanzamiento al menos por ese plazo. Si la transacción no es exitosa, se cuenta con la posibilidad de prorrogar dicho plazo. Es relevante considerar que para una compañía argentina la prórroga no sería ilimitada, puesto que se topa con una norma de la CNV que establece que la oferta debe mantenerse abierta por un período mínimo de 20 días y un máximo de 30, prorrogables por hasta 10 días adicionales.

Como se indicó al principio de esta sección, se puede optar por la posibilidad de concretar transacciones privadas *over the counter*, sin embargo la norma americana es muy exigente

respecto a los requisitos que debe satisfacer la compañía para evitar lo que se denomina un *creeping tender u oferta encubierta*. Esta situación tiene lugar cuando efectivamente se concreta un tender de los bonos pero este va dirigido a un grupo de bonistas selectivo sin cumplir con el régimen que limita la cantidad de operaciones a realizar por día y sin brindar la información al mercado sobre dichas compras evitando que todos los inversores tomen conocimiento de las operaciones. Es por esto que las operaciones privadas deben cumplir con los siguientes requisitos para garantizar la transparencia hacia los tenedores minoritarios:

- 1) Usar un solo agente u operador por día, para evitar sospechas respecto a posibles manipulaciones en los precios.
- 2) No realizar la primera operación de la rueda.
- 3) No operar durante la última media hora de la rueda.
- 4) No operar más del 25% del volumen del día en ningún momento de la rueda.
- 5) Informar al mercado cada vez que se adquiriera más del 1% de los Bonos outstanding.

#### e) Tratamiento desde la Normativa Argentina

En la normativa argentina existe un vacío legal en las resoluciones de la CNV respecto a la oferta pública de adquisición de Obligaciones Negociables. Si bien se llevaron a cabo muy pocas transacciones de recompra de las propias obligaciones negociables de un emisor, no existen antecedentes de una oferta pública de adquisición llevada a cabo por un tercero, ya sea que se trate de un sujeto independiente de la emisora de las obligaciones negociables o que se trate de un tercero parte relacionada (controlante, controlada, subsidiaria o afiliada).

Frente a esta falta de normativa y considerando la necesidad de guiar el accionar de un tercero que desee efectuar una oferta pública de adquisición de bonos, la interpretación jurídica más aceptada en la práctica es que quien lanza la oferta pública debe dar cumplimiento a la normativa vigente para la oferta pública de adquisición de acciones.

A continuación se describe el procedimiento establecido en la Normas de la CNV, para realizar una Oferta Pública de Adquisición por parte de un tercero controlante sobre

obligaciones negociables de una Compañía controlada o subsidiaria. Nos focalizaremos en este caso que es el más complejo, debido a la relación existente entre ambas compañías por formar parte de un mismo grupo económico, lo cual trae como consecuencia los mayores requisitos legales por parte del organismo de contralor.

### **1) Documentación a presentar por parte del controlante ante CNV:**

▪ Aprobación del comité de auditoría de la controlante, si bien la transacción no encuadra estrictamente dentro de la definición de transacción con partes relacionadas del Decreto 677/01, ya que controlante estaría haciendo la oferta a terceros y a su controlada, sería conveniente que el comité de auditoría de la controlante se expidiera sobre la razonabilidad del precio a ser ofrecido. Esta sería una forma de protección al directorio respecto de la razonabilidad del precio fijado, podrían aportarse también informes de evaluadoras independientes que garanticen la transparencia en su fijación.

▪ Acta de directorio (copia certificada), indicando la decisión de promover la Oferta Pública de Adquisición, salvo cuando dicha decisión haya sido adoptada por la propia asamblea. El acta de directorio deberá, asimismo, aprobar el contenido del anuncio de la oferta (el “Anuncio de la Oferta”).

▪ Anuncio de la Oferta, que deberá contener:

Las condiciones esenciales de la Oferta Pública de Adquisición, incluyendo como mínimo:

- i.** cantidades mínimas y máximas a adquirir,
- ii.** el procedimiento para la resolución de conflictos en caso de ofertas por debajo o por encima de los mínimos,
- iii.** prelaciones entre las ofertas que se reciban,
- iv.** datos sobre cualquier participación en el capital social de la sociedad afectada que el oferente tuviese y/o si posee Acciones u Obligaciones Negociables (“ONs”) de la misma respecto de las cuales el oferente tenga una opción de compra o un compromiso irrevocable de venta a su favor,
- v.** identidad y domicilio social del oferente, y
- vi.** declaración del directorio que manifieste que el oferente cuenta con disponibilidad de recursos económicos.

Si bien las Normas de la CNV no exigen la indicación de precio en el Anuncio de la Oferta, en todos los antecedentes de avisos de Oferta Pública de Adquisición se pudo observar un rango de precios dentro del cual se realizará la Oferta Pública de Adquisición.

**Publicación del Anuncio de la Oferta:** El Anuncio de la Oferta deberá ser publicado desde el día de su presentación ante la CNV. Dicha publicación deberá contener la siguiente leyenda: *"La autorización para efectuar esta oferta pública de adquisición será solicitada a la Comisión Nacional de Valores con arreglo a las normas vigentes, dentro de los DIEZ (10) días siguientes y por lo tanto la misma aún no ha sido otorgada. La información está por ello sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada como definitiva."*

La publicación del Anuncio de la Oferta deberá hacerse como mínimo durante 1 día en el Boletín de la BCBA, y 3 días en un diario de mayor circulación general en la República Argentina.

**Nueva publicación del Anuncio de la Oferta con autorización de CNV:** luego de aprobada la Oferta Pública de Adquisición por CNV se vuelve a publicar el Anuncio de la Oferta por los mismos plazos y medios, informando si la autorización fue otorgada en las condiciones originales o, en su defecto, indicando las modificaciones introducidas a pedido de CNV.

- **Prospecto de la Oferta:** El prospecto deberá ser suscripto por personas con representación suficiente y deberá contener una descripción de las condiciones de la Oferta Pública de Adquisición.
- **Documento que acredite la garantía de la oferta:** cuando la contraprestación consista en dinero, la garantía deberá constituirse en dinero o en títulos públicos o mediante una garantía emitida por una entidad financiera del país. Si el pago se efectúa en el exterior, la fianza deberá ser otorgada por una sucursal local del banco donde se encuentren disponibles los fondos.

## **2) Documentación a presentar por parte de la controlante ante la controlada:**

- **Notificación:** una vez que controlante haya resuelto formular la oferta deberá notificar inmediatamente a la controlada las condiciones de la oferta, por lo que deberá cursar una

notificación fehaciente que deberá contener el Anuncio de la Oferta. Simultáneamente, la controlante deberá presentar el Anuncio de la Oferta a la CNV.

### 3) Plazos de la oferta:

- Plazo General: **mínimo 20 días y máximo 30 días** (hábiles) desde la fecha de la autorización de la Oferta Pública de Adquisición por la CNV.
- Plazo adicional: Debe concederse por un término **mínimo de 5 días y máximo de 10 días** (hábiles) desde la fecha de cierre general del plazo de la Oferta Pública de Adquisición, para aquellos accionistas que no aceptaron en el plazo original.
- Plazo de autorización por CNV: puede formular objeciones dentro de un **plazo de 15 días**, transcurridos los cuales los términos se consideran aprobados formalmente.

### 4) Obligaciones de la controlada:

El Directorio de la Controlada deberá dentro de los 15 días de recibida la notificación por parte de la controlante:

- Redactar un informe detallado sobre la Oferta Pública de Adquisición (el “Informe”) que contenga:
  - (a) observaciones a favor o en contra, y manifestación expresa sobre la existencia o no de algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente u entre éste y los directores de aquella,
  - (b) una opinión sobre la razonabilidad del precio ofertado en la Oferta Pública de Adquisición,
  - (c) una recomendación técnica sobre su aceptación o rechazo,
  - (d) establecer si requerirá o no opinión de una evaluadora especializada independiente,
  - (e) cualquier decisión relevante (tomada o en estudio) que pudiere determinar la aceptación o rechazo de la oferta,
  - (f) la aceptación y/o rechazo por parte de directores y de gerentes de primera línea, que sean tenedores de obligaciones negociables.

- Publicar el Informe por dos días en el Boletín de la BCBA y presentarlo ante la CNV.
- Poner a disposición de la CNV los nombres del Agente y Co-Agente de Registro de las obligaciones negociables en cuestión, antes del plazo de publicación del Informe.

#### **5) Contraprestación:**

La contraprestación en dinero se expresará en pesos o dólares estadounidenses para cada valor unitario.

#### **6) Deberes del Directorio:**

Desde la publicación del Anuncio de la Oferta Pública de Adquisición y hasta la publicación del resultado, el Directorio de la controlada, de las sociedades vinculadas y partes relacionadas, se deberán abstener de realizar o concretar operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo hacer prevalecer los intereses de los obligacionistas.

- En particular no podrá:
  - (a) Emitir acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores negociables que dieren derecho a la suscripción o adquisición de aquellas, excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la asamblea de accionistas;
  - (b) Realizar operaciones sobre las obligaciones negociables afectadas a la Oferta Pública de Adquisición;
  - (c) Enajenar, gravar o arrendar inmuebles, u otros activos sociales, cuando puedan perturbar o frustrar la Oferta Pública de Adquisición.

#### **7) Limitaciones a controlante como oferente para realizar adquisiciones fuera de la Oferta Pública de Adquisición:**

- **Precio:** en caso que Controlante, desde la presentación de la Oferta Pública de Adquisición en CNV hasta la publicación de los resultados, adquiriese obligaciones negociables a un precio superior al fijado para la Oferta Pública de Adquisición, **el precio de la Oferta Pública de Adquisición automáticamente se elevará hasta dicho precio y**

no se considerarán límites mínimos y máximos a los que se hubiera sujetado la Oferta Pública de Adquisición.

▪ Plazo: si la Oferta Pública de Adquisición tuviera resultado positivo, la controlante (individualmente o en forma concertada) dentro del **plazo de 180 días** corridos a contar desde la publicación del resultado, **no podrá adquirir las obligaciones negociables** que fueron objeto de la Oferta Pública de Adquisición, sin formular una nueva Oferta Pública de Adquisición (esta vez deberá realizarse por el **100%**).

#### **8) Modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta:**

La Oferta Pública de Adquisición es **irrevocable** sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y formas previstos a continuación:

- Plazo: se podrá solicitar autorización a CNV para modificar las características de la oferta en cualquier momento anterior a los últimos 7 días previstos para la finalización de su aceptación,
- Condiciones: la modificación deberá respetar el principio de trato igualitario e implicar un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya sea porque: extienda la oferta inicial a un porcentaje superior de obligaciones negociables, o mejore la contraprestación ofrecida (**el precio únicamente podrá ser elevado en un porcentaje no inferior al 5%**).
- Forma: mediante un documento en el que figuren detalladamente las modificaciones de las características de la oferta, con referencia expresa a cada uno de los puntos del prospecto inicial a que afecten y con mención detallada y separada de las causas determinantes de la modificación.
- Autorización por CNV prórroga del plazo de la oferta: la modificación de las condiciones de la oferta deberá ser sometida a CNV, quedando automáticamente **prorrogado en 7 días el plazo de aceptación** de la oferta, pudiendo ser extendido a criterio de la CNV,
- Publicación: la modificación del plazo deberá ser publicada por: 1 día en el Boletín de BCBA, y 3 días en un diario de mayor circulación en el país.
- Desistimiento y cese de efectos de la oferta: la Controlante únicamente podrá desistir de la oferta en los siguientes supuestos: cuando se presente oferta competidora; si la CNV

no autorizará la Oferta; cuando por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse, siempre que se obtenga conformidad previa de CNV; o cuando no sea aceptada por el volumen mínimo de obligaciones negociables al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando la Controlante renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos.

La decisión de desistir la Oferta Pública de Adquisición, con indicación expresa y detallada de su motivo, se comunicará inmediatamente por el oferente a la CNV. Igualmente se comunicarán las demás causas que dejen sin efecto la Oferta Pública de Adquisición.

- Publicación: la comunicación a la CNV del desistimiento de la Oferta Pública de Adquisición deberá ser publicada, dentro de los 2 días de su notificación, por: 1 día en el Boletín de BCBA , y 3 días en un diario de mayor circulación en el país.
- Cesación de los efectos de la Oferta Pública de Adquisición: Una vez publicado el desistimiento de la Oferta Pública de Adquisición, serán ineficaces las aceptaciones que se hubieren prestado a la misma, corriendo a cargo de la Controlante los gastos ocasionados por la aceptación.

#### **9) Aceptación de la Oferta Pública de Adquisición y liquidación de las operaciones:**

- Aceptación: Las declaraciones de aceptación deberán realizarse a través de los intermediarios autorizados, de acuerdo al procedimiento establecido en el prospecto correspondiente. Los miembros del mercado deberán comunicar al día siguiente las aceptaciones recibidas a la BCBA y al oferente a través de los representantes designados. Salvo cuando la reglamentación lo establezca en contrario, las declaraciones de aceptación son **irrevocables**, careciendo de validez si se someten a condición.
- Liquidación de la oferta: Si la Oferta Pública de Adquisición tuviere resultado positivo y la contraprestación fuese en efectivo, se liquidará por el procedimiento establecido en el prospecto, considerándose fecha de la correspondiente operación, el día de publicación del resultado de la oferta en el boletín de la BCBA.

Una vez liquidada la operación, la CNV autorizará el levantamiento de la garantía ofrecida. Podrán solicitarse reducciones parciales de la misma, en cuanto no perjudiquen el proceso de liquidación pendiente.

- Reglas de distribución y prorratio: Las reglas de distribución y prorratio podrán ser libremente determinadas por la Controlante y deberán ser incluidas en el prospecto.
- Resultado negativo de la Oferta Pública de Adquisición: Se procederá a la devolución inmediata de los documentos que acrediten la titularidad de los valores y asimismo, todos los gastos serán a cargo de la Controlante.

La Controlante, las sociedades pertenecientes a su grupo, los miembros del directorio y los gerentes de primera línea **no podrán promover otra Oferta Pública de Adquisición respecto de los mismos valores hasta transcurridos 180 días corridos (desde la publicación del resultado negativo), ni adquirir valores en cuantía que determine la obligación de formularla.**

### **3) Imperfecciones del marco regulatorio local actual**

Tal como se enunció en la sección anterior existe un vacío legal en la legislación argentina sobre la temática de Oferta Pública de Adquisición de Obligaciones Negociables, asimismo no existen antecedentes para este tipo de transacciones, particularmente cuando es una compañía controlante o vinculada que desea adquirir obligaciones negociables de su controlada o subsidiaria en el marco de un grupo económico de empresas.

Frente a esta carencia de normativa, la transacción se debe asemejar a una oferta pública de adquisición de acciones, aplicando todas las normas que atañen a esta última operación. La normativa relativa a la oferta de adquisición de acciones es muy extensa y con muchos requisitos a cumplimentar, teniendo en cuenta lo delicado que es la adquisición de acciones debido a que éstas conllevan la situación de control de una compañía. Por esto es que la norma se vuelve más rigurosa cuando se trata de compañías relacionadas dentro de un grupo económico.

El hecho de utilizar para la oferta de adquisición de obligaciones negociables una norma que en su espíritu fue creada para otro fin, genera una serie de imperfecciones para llevar a la práctica esta transacción, lo cual explicaría la falta de antecedentes en el país. A su vez, esta falta de antecedentes, tampoco ayuda para contar con lineamientos que puedan guiar el accionar de otras compañías en el futuro respecto a esta transacción y faciliten su realización.

A continuación vamos a resumir algunas de las imperfecciones que se consideran más relevantes y dificultan la realización de una transacción pública de mercado de capitales.

Una primera complicación la generan los **plazos legales necesarios** que establecen las normas de CNV. Como se describió en la sección anterior, principalmente existen tres tipos de plazos:

Plazo General: mínimo 20 días y máximo 30 días desde la fecha de la autorización de la Oferta Pública de Adquisición por la CNV.

Plazo adicional: Debe concederse por un término mínimo de 5 días y máximo de 10 días desde la fecha de cierre general del plazo de la Oferta Pública de Adquisición, para aquellos accionistas que no aceptaron en el plazo original.

Plazo de autorización por CNV: CNV puede formular objeciones dentro de los 15 días, transcurridos los cuales los términos se consideran aprobados formalmente. La modificación de las condiciones de la oferta deberá ser sometida a CNV, quedando automáticamente prorrogado en 7 días el plazo de aceptación de la oferta, a su vez la CNV para el mejor análisis de la modificación propuesta, podrá prorrogar adicionalmente el plazo de aceptación de la oferta, publicándose dicha ampliación por un mínimo de 1 día en el Boletín de BCBA y de 3 días en un diario de mayor circulación en el País.

En un escenario de máxima, la transacción debería quedar abierta en el mercado durante 62 días (30 días de plazo general más 10 días de plazo adicional más 15 días de plazo de autorización más 7 días de prórroga automática). Esto implica que la compañía debe quedar abierta a riesgo de mercado durante 62 días desde que hizo el anuncio de la transacción, con la volatilidad que presentan los mercados actuales este riesgo es altísimo y difícil de cuantificar en el momento inicial.

Por otro lado, la obligación de realizar distintas **publicaciones** generan que a partir del momento del anuncio, la compañía esté dando a conocer su posición compradora a todo el mercado y esté indicando que esta posición se mantendrá durante al menos 20 días, lo cual podría ubicar los niveles de precio de los bonos automáticamente un escalón más arriba, dado que el mercado conoce que frente a la ola vendedora habrá un comprador de última instancia.

Otro inconveniente se presenta por las características que debe presentar la oferta, principalmente por su carácter de **irrevocabilidad** por parte del oferente. Una vez que se anuncia no se puede volver atrás, es más, la única modificación que se puede introducir es que el precio ofertado se puede **incrementar en un porcentaje no menor al 5%**. En este sentido, la norma no permite la posibilidad de bajar el precio a partir del momento en que se anunció la oferta, es decir si hay nuevos sucesos de mercado durante el largo período en el que se extiende la oferta, que afecten negativamente el precio de los activos, la compañía

no tendrá la alternativa de comprar esos activos más baratos. En un escenario de suba, los incrementos deben hacerse en un 5% ó más, este rango parece excesivo y le quita mucha flexibilidad al oferente para ajustar las condiciones iniciales.

Por último, si la Oferta Pública de Adquisición tuviera resultado positivo, el oferente, dentro del plazo de 180 días corridos a contar desde la publicación del resultado, no podrá adquirir Obligaciones Negociables de la sociedad sin formular una nueva Oferta Pública de Adquisición (esta vez deberá realizarse por el 100%). Esto implica que anunciada la Oferta y una vez alcanzado un resultado positivo de la misma, con las limitaciones ya enunciadas que condicionan el éxito, la compañía no podrá por 180 días adquirir obligaciones negociables por mercado secundario, sólo tiene la posibilidad de realizar una nueva oferta pública de adquisición por la totalidad de las obligaciones negociables en circulación.

Esta limitación es muy importante, supongamos el siguiente ejemplo a fines ilustrativos donde se puede visualizar el impacto desfavorable que puede llegar a tener:

- 1) La empresa lanzó la oferta inicial y la mantuvo abierta durante los extensos plazos legales necesarios;
- 2) En ese lapso hubo nuevos sucesos negativos de mercado, ajenos a la voluntad de la empresa, (muy común en los contextos de crisis macroeconomicas en los que tienen lugar estas operaciones) que deterioraron aún más los precios, pero el oferente se vio imposibilitado de bajar el precio de su oferta inicial por su carácter irrevocable;
- 3) En consecuencia, el oferente logró una operación “exitosa” al reunir el monto ofertado ya que todos los bonistas le otorgaron los bonos recibiendo un precio mayor al vigente en el mercado, pero desde el punto de vista de la compañía se terminó pagando más por ellos
- 4) La compañía oferente no sólo se ve afectada por haber llevado una operación donde pagó caro por algo que en el mercado estaba más barato, sino que una vez realizada la oferta, automáticamente bloqueó por un período de 180 días su posibilidad de seguir adquiriendo en el mercado secundario los bonos ahora más baratos.

En resumen, son los extensos plazos legales de la oferta y su carácter de irrevocable los que pueden generar desarbitrajes de precio entre el momento de lanzamiento de la oferta y su finalización en entornos de precios muy volátiles y adicionalmente el período de “*lock up*” posterior a la oferta de 180 días también le imposibilita al oferente aprovechar las eventuales bajas y de alguna manera compensar la transacción poco exitosa que llevó a cabo.

#### **4) Transacciones puntuales over the counter como solución a las imperfecciones del marco normativo actual**

Frente a estas imperfecciones que se describieron en la sección anterior, se concluye que la mejor manera de realizar este tipo de transacción es a través de la concreción de operaciones puntuales *over the counter* con tenedores de bonos que vayan mostrando su posición vendedora en el “ask” de pantalla.

De esta forma, se evita en primera instancia dar a conocer a todo el mercado la posición compradora que tiene la compañía, puesto que no se requiere la publicación de ningún anuncio previo. Asimismo, si bien existen limitaciones respecto a los volúmenes que se pueden operar diariamente para evitar caer en un creeping tender, es difícil que la compañía se mantenga abierta en el mercado durante el plazo máximo de la oferta pública de 62 días, a no ser que la posición a comprar sea por un monto muy significativo y el volumen normal de operaciones del bono sea muy bajo, lo cual es poco probable ya que cuanto más grandes son las emisiones primarias mayor liquidez tienen en mercado secundario.

Por otro lado, el oferente cuenta con toda la flexibilidad en relación al precio ofertado en cada operación puntual, ya que si no le interesa operar a los precios de pantalla simplemente no pone un *bid* o no agrede el *ask* esperando a que mejoren las condiciones en función a sus intereses. Además, cuando se observa el trading de toda la posición también se puede actuar con mayor flexibilidad. Al tratarse de transacciones puntuales que van teniendo lugar rueda tras rueda, se pueden ir recogiendo eventuales bajas adicionales que vaya teniendo el mercado durante el período en el cual se está operando la posición. De esta forma, el promedio del precio logrado para toda la posición resultará seguramente más bajo que el precio que se hubiera fijado al momento inicial del lanzamiento de una oferta pública. Tampoco existe ningún tipo de “*lock up period*”, es decir si la compañía en el futuro quiere seguir comprando bonos puede hacerlo normalmente.

La única limitación que se debe cuidar en las operaciones over the counter es evitar caer en un creeping tender, para lo cual la operatoria de cada rueda debe cumplir con los siguientes requisitos:

- 1) Usar un solo agente u operador por día, para evitar sospechas respecto a posibles manipulaciones en los precios operados.
- 2) No realizar la primera operación de la rueda.
- 3) No operar durante la última media hora de la rueda.
- 4) No operar más del 25% del volumen del día en ningún momento de la rueda.
- 5) Informar al mercado cada vez que se adquiriera más del 1% de los Bonos outstanding.

En el caso de encontrarnos en el marco de un grupo económico de compañías, es eficiente realizar las compras de manera cruzada, es decir realizar un third party tender. Ya se han enunciado en la primera sección las ventajas que tiene en relación al self tender desde el aspecto impositivo y cambiario. A modo de síntesis, desde el punto de vista impositivo, permite el no pago de impuestos sobre las ganancias de capital hasta el momento de la amortización del capital en comparación al self party tender para el cual se debe pagar el 35% de la diferencia entre el precio de mercado y el valor nominal del bono al momento de la adquisición. En relación al aspecto cambiario, el hecho de que la adquisición la lleve a cabo un tercero relacionado, permite que el emisor al tener que pagar los intereses de la deuda acceda al MULC para comprar los dólares necesarios y pueda transferirlos a la compañía relacionada como lo hace con cualquier otro tercero tenedor de las obligaciones negociables. Esto dentro de un grupo económico de compañías tiene valor porque proporciona un canal cambiario adicional para mover flujos de dólares dentro del grupo.

En cuanto a los usos que tienen los bonos para el adquirente, recordemos que aquí también el third party tender presenta ventajas, ya que permite adicionalmente la capitalización de los bonos en un eventual aumento de capital de una subsidiaria. Este último aspecto es muy importante, puesto que un eventual futuro aumento de capital de una subsidiaria, la compañía controlante, que adquirió los bonos de la controlada en el mercado, podría hacer valer sus tenencias de Obligaciones Negociables a face value al capitalizarlos, de forma tal de darle a su aporte de capital un mayor valor si es que los bonos están cotizando a descuento en el mercado.

Por último, un aspecto muy relevante a tener en cuenta es que la realización de operaciones over the counter es mucho menos costosa que una oferta pública de adquisición de obligaciones negociables. A continuación se puede observar una cotización estimada de los gastos que se deberían afrontar para realizar la oferta pública, que en consecuencia son ahorros sustanciales que se logran operando over the counter:

**Presupuesto de una Oferta Pública de Adquisición de Obligaciones Negociables por V.N 50,000,000**

Comisión Bancos Base	USD 225.000
Comisión Bancos Éxito	USD 125.000
<b>SubTotal Bancos</b>	<b>USD 350.000</b>
Comisión Abogados USA	USD 260.000
Comisión Abogados locales	USD 50.000
<b>Subtotal Abogados</b>	<b>USD 310.000</b>
<b>Impresiones prospectos</b>	<b>USD 17.000</b>
<b>Publicaciones</b>	<b>USD 20.000</b>
<b>Total</b>	<b>USD 697.000</b>

Fuente: Relevamiento efectuado por el equipo de finanzas de IRSA.

Es decir, dado el marco normativo actual imperfecto, se puede afirmar que la opción de concretar operaciones puntuales sucesivas over the counter representa ventajas en relación a la oferta pública de adquisición, no sólo desde la perspectiva cualitativa sino que también ofrece mejoras cuantitativas tangibles, ya sea a través de los menores costos transaccionales directos como a las mejoras que se pueden llegar a obtener en los precios de trading de toda la posición.

Alternativamente, se podría trabajar desde la órbita de CNV en la creación de un marco normativo específico para la oferta pública de adquisición de bonos que apunte a solucionar las imperfecciones que tiene la aplicación de la normativa actual para la adquisición de acciones, ya mencionadas en la sección anterior. Particularmente, se debería dar mayor celeridad en los plazos de ejecución y mayor margen de maniobra para efectuarle ajustes de

pricing a la oferta durante el tiempo en que ésta se encuentra abierta en el mercado. En este sentido, la norma americana permite alterar el precio hasta tres veces durante el período de la oferta, incluso en un esquema de Fix Price, lo cual puede servir de antecedente para la gestación de una normativa específica local.

## **5) Conclusiones**

En este trabajo han primado en el análisis tres criterios rectores para la toma de decisiones, a saber: i) eficacia, es decir lograr el objetivo deseado; ii) eficiencia, lograrlo de la mejor manera posible y al menor costo posible para la compañía y iii) celeridad, ya que muchas veces en los mercados de capitales actuales se requiere actuar rápidamente y con flexibilidad para no perder las oportunidades o desarbitrajes que se presentan.

Siguiendo estos tres criterios rectores, se buscó demostrar la mejor forma que tiene una controlante dentro de un grupo económico de compañías para efectuar la compra de obligaciones negociables emitidas por una subsidiaria. En este sentido, se analizaron las deficiencias que presenta la normativa local actual sobre este tema y cómo la asimilación en la práctica de esta operación a la normativa vigente para la compra de acciones resulta imperfecta. Asimismo, se ha podido corroborar que estas imperfecciones no sólo son de carácter cualitativo, sino que tienen un impacto económico tangible en el accionar de la compañía, volviendo la operación poco eficiente en materia de costos y en tiempos de ejecución.

El análisis de los aspectos impositivos y cambiarios de la transacción, ha permitido determinar que en grupo de compañías siempre resulta conveniente efectuar third party tender, concretando compras cruzadas entre compañías del grupo económico y no recomprando desde la propia compañía. Por otro lado, el análisis económico nos proporcionó herramientas acerca del timing de la operación, llegando a la conclusión de que es mejor encarar este tipo de transacciones en entornos macroeconómicos de crisis, particularmente en activos que han sufrido bajas significativas en sus cotizaciones que responden a bajas generalizadas de los mercados de riesgo y no a un deterioro de los fundamentals del negocio específico.

Se ha introducido la posibilidad de efectuar compras sucesivas de bonos over the counter, las cuales le dan mayor flexibilidad al oferente para poder comprar las obligaciones negociables con mayor rapidez, logrando ventajas en el pricing de la posición y asumiendo menores costos transaccionales.

Por último, la puntualización de las deficiencias de la normativa actual en Argentina descritas en este trabajo, proporciona un buen diagnóstico de los puntos que es necesario corregir a partir de la creación de una norma específica para este tipo de operaciones. Esto constituye un campo a explorar en trabajos futuros que permitan que la transacción resulte ventajosa para las compañías que deciden llevarla a cabo, cuidando siempre a los inversores minoritarios a través de los estándares de transparencia de mercado.

### **Bibliografía consultada**

Banco Central de la República Argentina (2003), *Comunicaciones A 3471, A 4147, A 4643 y A 5126*, Buenos Aires Argentina, [www.bcra.gob.ar](http://www.bcra.gob.ar)

Comisión Nacional de Valores (2001), *Texto Normativo Ordenado*, Buenos Aires, Argentina, [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

Lee Hazen, Thomas (2007), *SEC Handbook Tomos 1 y 2*, New York, NY, RR Donnelley

Ministerio de Economía de la Nación ( 1997), *Ley de Impuesto a las Ganancias Texto Ordenado por Decreto 649/97*, Buenos Aires, Argentina, [www.infoleg.mecom.gov.ar](http://www.infoleg.mecom.gov.ar)

Poder Ejecutivo de la Nación Argentina (2002), *Decreto N° N° 260/2002*, Buenos Aires Argentina.