

DOS MINUTOS DE DOCTRINA

2 de mayo de 2013

HACIA UNA DEFINICIÓN MÁS LAXA DEL CONCEPTO DE OFERTA PÚBLICA

La Ley del Mercado de Capitales, promulgada a fines de 2012, incluye una definición acerca de qué debe entenderse por “oferta pública” de títulos valores. Esa definición (heredada en gran parte de una ley anterior dictada en 1968) siempre fue interpretada muy restrictivamente. Pero los tribunales han abierto un resquicio para una interpretación más amplia.

A diferencia de las leyes sobre mercados de capitales de otros países, la ley argentina no contiene una definición acerca de qué debe entenderse por “oferta privada” de títulos valores. Por el contrario, la Ley de Mercado de Capitales de 2012¹ sí contiene una definición (prácticamente idéntica a la de la ley anterior, de 1968) limitada a establecer qué debe entenderse por “oferta pública”. La definición de “oferta privada” debe hacerse, entonces, por defecto.

La frontera entre ambos conceptos es, por ende, confusa, a diferencia de los Estados Unidos, por ejemplo, donde, en términos generales, toda oferta a más de 35 inversores es considerada “pública”. La Argentina carece de semejante precisión.

¿Porqué es relevante la distinción entre “oferta pública” y “privada”? Porque de acuerdo a las leyes de casi todos los países, el ofrecimiento de valores al público en general requiere control estatal; control que recae no sólo sobre la persona de los

oferentes, sino también sobre los valores ofrecidos y sobre su emisor.

Toda vez que la Comisión Nacional de Valores o los tribunales comerciales han debido referirse a la “oferta pública” han adoptado criterios sumamente restrictivos, al extremo de que han hecho dudar acerca de la existencia de un espacio reservado para poder llevar a cabo “ofertas privadas” que no requieran autorización o permiso.

Hace ya muchos años, por ejemplo, la Comisión Nacional de Valores resolvió que la mera exhibición de prospectos de valores no emitidos en el país sobre una mesa en la sala de espera de un agente de bolsa constituía una “oferta pública” no autorizada.

En un caso reciente, la Comisión Nacional de Valores sancionó la conducta de un operador financiero, no autorizado a intervenir en la oferta pública de valores, que operaba a través de dos sitios en la web y una casilla de correo electrónico. Apelada la sanción, ello dio lugar para que la justicia comercial analizara nuevamente el criterio de “oferta pública”.

¹ Ley 26831, sancionada el 29 de noviembre de 2012 y promulgada el 27 de diciembre de ese año. (Texto completo en <http://infoleg.mecon.gov.ar>)

La Cámara de Apelaciones en lo Comercial², al analizar el caso, aplicó una interpretación más laxa del concepto de oferta pública.

En efecto, introdujo la llamada “teoría del esfuerzo de colocación”, según la cual no importa si los valores son realmente adquiridos por un cierto número mínimo de inversores, sino si se llevó a cabo una “real oferta” al público inversor.

Pero (y éste es el meollo de la cuestión), el “esfuerzo de colocación” implica que el agente “*trascendió la esfera del círculo más cercano al ofertante*”. Según la Cámara, existe un principio básico de razonabilidad según el cual no hay oferta pública cuando el colocador o el emisor sólo ofrecen los valores negociables a personas que ya conocen por motivos diferentes a la específica colocación de valores, y con las que mantienen un cierto contacto personal (como ocurre con parientes y amigos) o un contacto profesional cercano (como con sus clientes).

Para reforzar su interpretación, la Cámara insistió en que la “oferta pública” ocurre sólo cuando existe un esfuerzo de colocación de valores dirigidos a terceros con los que no existe contacto personal o profesional previo.

En nuestra opinión, si bien el fallo confirmó la sanción que la Comisión Nacional de Valores había impuesto al oferente no autorizado, las precisiones que introduce al concepto de “oferta pública” ayudan a establecer un límite mucho más claro y previsible entre aquella y la “oferta privada”.

Es la primera vez que la permanente expansión del concepto de “oferta pública” (que había casi arrinconado a la “oferta privada”) encuentra un límite en una adecuada interpretación judicial.

² In re CNV c. Moreno”, CNCom (A), 2012; *elDial.com* AA7BF6 (2013).

* * *

Esta nota ha sido preparada por Juan Javier Negri. Para más información sobre este tema pueden comunicarse con él al teléfono (54-11) 5556-8000, por fax al (54-11) 4777-7316 o por e-mail a javier_negri@negri.com.ar

**Este artículo es un servicio de Negri, Busso & Fariña Abogados a sus clientes y amigos.
No tiene por objeto prestar asesoramiento legal sobre tema alguno.**