



**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DEL PERU**

**ESCUELA DE POSGRADO  
MAESTRÍA EN DERECHO BANCARIO Y FINANCIERO**

**“PROMOCIÓN DEL MERCADO DE VALORES: LAS OFERTAS  
HÍBRIDAS COMO ALTERNATIVA”**

**Tesina para optar por el Grado de Magíster en Derecho Bancario y Financiero**

**Presentado por el alumno:**

**Carlos Enrique Meneses Camargo**

**Código: 20112787**

**Asesor Temático: Dr. Alonso Miranda Vargas**

**Lima, 15 de mayo de 2013**

## INDICE

<b>INTRODUCCIÓN</b>	04
<b>SECCIÓN 1: LAS OFERTAS HÍBRIDAS O PROFESIONALES EN EL MERCADO DE VALORES</b>	07
1. Marco regulatorio de las ofertas públicas	11
1.1 Rol del Estado en las ofertas públicas	12
1.2 Ofertas públicas y ofertas privadas de valores mobiliarios	29
1.3 Evolución del mercado de valores peruano e impacto de la regulación en el desarrollo del mercado de valores	42
2. Las Ofertas Híbridas	58
2.1 Características, desarrollo y evolución de las Ofertas Híbridas	58
2.2 Experiencias de países donde los modelos de Ofertas Híbridas han tenido éxito relativamente	66
2.2.1 Brasil	66
2.2.2 Unión Europea	70
2.2.3 Estados Unidos de Norteamérica (EE.UU.)	72
<b>SECCIÓN 2: EL ROPPIA COMO MODELO DE OFERTA HÍBRIDA</b>	79
1. Características del modelo ROPPIA como experiencia nacional de Oferta Híbrida	79
2. Desarrollo y evolución del ROPPIA desde el año 2007 hasta la fecha	99
3. ¿El ROPPIA es un caso exitoso de Oferta Híbrida?	104
<b>SECCIÓN 3: ANÁLISIS COMPARATIVO DEL ROPPIA CON LOS ESQUEMAS EXITOSOS DE OFERTAS HÍBRIDAS</b>	108
1. Similitudes y diferencias entre el ROPPIA y los modelos de Ofertas Híbridas	108
1.1 Rol del regulador	109
1.2 Requisitos y plazos para el registro de las ofertas	114
1.3 Obligaciones de información	118
1.4 Público objetivo destinatario de la oferta	120
1.5 Negociación secundaria	123
1.6 Tutela al inversionista	124

<b>SECCIÓN 4: IMPLEMENTACIÓN DE UN NUEVO MODELO DE OFERTA HÍBRIDA</b>	130
<b>CONCLUSIONES</b>	133
<b>PROPUESTA Y DISEÑO DE UN NUEVO MODELO DE OFERTA HÍBRIDA</b>	146
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	161
<b>ANEXOS</b>	166



## INTRODUCCIÓN

La presente investigación desarrolla un tema de actualidad muy relevante para la promoción de nuestro mercado de valores especialmente para el mercado primario de instrumentos representativos de deuda, las Ofertas Híbridas o Profesionales. La promoción, desarrollo e implementación de estas Ofertas Híbridas facilitarían el incremento de las emisiones de instrumentos de deuda y el ingreso de nuevos emisores; lo cual podría ampliar las alternativas de inversión actualmente disponibles para los inversionistas.

La conceptualización de Ofertas Híbridas es una terminología introducida por el Banco Mundial, a partir del estudio de experiencias exitosas en países con economías emergentes y también en países desarrollados que en sus regulaciones diseñaron ofertas flexibles en cuanto a la carga regulatoria para la inscripción de los valores, el rol del regulador, las obligaciones informativas periódicas, restricciones a la negociación de los valores, los destinatarios de la oferta, entre otros aspectos; a partir de la combinación de características de las ofertas públicas y de las ofertas privadas de valores.

La justificación de la presente investigación se centra en que a pesar del crecimiento económico obtenido por nuestro país durante los últimos veinte años, nuestro mercado de valores es aún pequeño en comparación a otros países latinoamericanos como el chileno y el colombiano. Ello debido a una serie de factores como los altos costos de acceso para que una empresa pueda financiarse, por los trámites y plazos muy prolongados en el tiempo para la aprobación de las inscripciones, empresas con tamaños pequeños para los estándares que el mercado de valores requiere y que no cuentan con políticas de buen gobierno corporativo e información financiera elaborada de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), desconocimiento de los beneficios del mercado de valores y poca cultura financiera, entre otros temas que desincentivan el ingreso al mercado de valores.

En consideración a ello, el desarrollo y posible implementación en nuestra regulación de esquemas como las Ofertas Híbridas podría constituir una alternativa diferente al régimen general de ofertas públicas primarias y a los regímenes especiales, como el regulado mediante el Reglamento de Oferta Pública Primaria dirigido exclusivamente a Inversionistas Acreditados – ROPPIA, el cual a diferencia de dichos regímenes promoverá el ingreso de nuevas empresas al mercado de valores y de ampliar las opciones de financiamiento a los emisores, constituyéndose en una fuente alternativa al sistema bancario.

Cabe señalar, que nuestra regulación sobre oferta pública primaria está centrada primordialmente en la protección del inversionista como un fin en sí mismo sin considerar también, en el mismo nivel de importancia, a la eficiencia y promoción del mercado de valores como objetivos de la regulación. En efecto, en tales ofertas se mantiene presente el rol paternalista del Estado materializado en la revisión y registro de los prospectos informativos, y en la exigencia de revelación de información al mercado llevada a cabo de forma estándar para cualquier tipo de oferta pública, sin considerar la efectiva necesidad de tutela que debería brindar la regulación en su aplicación diferenciada según el tipo de inversionista al que va dirigida una oferta de valores.

Esta problemática afecta directamente al desarrollo y tamaño del mercado primario de instrumentos de deuda de largo y corto plazo, dado que en nuestro mercado se mantienen todavía procedimientos de inscripción muy formalistas, largos y complicados para los emisores; a lo cual se debe sumar, que el regulador dispone de recursos escasos para poder cumplir con todos sus objetivos.

Por ello, la hipótesis que se plantea es que la implementación de un nuevo modelo de Oferta Híbrida que reduzca los requisitos de registro y que flexibilice las obligaciones informativas, sin afectar la transparencia e integridad del mercado, ni reducir el nivel de protección necesario a los inversionistas permitirá un mayor desarrollo del mercado de capitales en el Perú; generando los incentivos necesarios para incrementar las emisiones de instrumentos de deuda, en particular, de nuevos emisores, y contribuirá a la profundidad del mercado de capitales peruano, otorgando a los inversionistas más y nuevas alternativas de inversión. Este nuevo modelo se diseñaría a partir del estudio y análisis de la experiencia nacional del ROPPIA, así como de las experiencias internacionales en las que la implementación de este tipo de ofertas ha contribuido al desarrollo de los mercados de capitales en las jurisdicciones que serán objeto de estudio.

Para tal efecto, en el presente trabajo de tesina se someterá a corroboración la hipótesis formulada, para lo cual la investigación se ha dividido en cuatro secciones.

La primera sección contiene el régimen general y conceptual de las Ofertas Híbridas en el mercado de valores, siendo necesario desarrollarse en la primera subsección de este apartado el marco jurídico y teórico mediante el cual se estructura la regulación de las ofertas públicas primarias en el país, justificando el rol del Estado en el mercado de valores, así como la

necesidad de protección a los inversionistas que participan en las ofertas. En esta subsección también se determinará conceptualmente que es una oferta pública y que es una oferta privada, antes de enfocarnos en el estudio de las Ofertas Híbridas. En la segunda subsección se aborda el estudio de las Ofertas Híbridas, estableciendo las características que la definen como un modelo intermedio entre las ofertas públicas y las ofertas privadas. Para tal efecto, se estudiarán también algunos casos exitosos de países en donde se han implementado las Ofertas Híbridas a partir de la revisión de sus normas.

En la segunda sección se estudia al ROPPIA como modelo de Oferta Híbrida nacional para lo cual se efectuará un enfoque analítico y crítico de este modelo, sus características, desarrollo y evolución; a fin de determinar si constituye un ejemplo exitoso de modelo híbrido. A fin de tener un panorama real del uso de estas ofertas en el país desde su implementación en el año 2006 al 2012 se presentará información estadística y económica sobre el número de emisiones que se inscribieron, sus montos, así como los emisores que utilizaron este medio para financiarse.

La tercera sección comprende un análisis comparativo del ROPPIA con los esquemas exitosos de Ofertas Híbridas estudiados en la primera sección, a partir de la comparación de los elementos claves de las ofertas híbridas identificadas tales como el rol del regulador, los requisitos y plazos para el registro, las obligaciones de información, el público objetivo, negociación secundaria, la tutela al inversionista, entre otros.

Finalmente, en la cuarta sección, en función al estudio realizado a las Ofertas Híbridas, al régimen ROPPIA y a las características de nuestro mercado de valores, llevado a cabo en las secciones anteriores, determinaremos la conveniencia o no de efectuar una propuesta de implementación de un nuevo modelo de Oferta Híbrida, el cual podrá construirse a partir del estudio y análisis de la experiencia nacional del ROPPIA, derogándolo o modificándolo, considerándose para su desarrollo las experiencias internacionales exitosas revisadas. Dicha propuesta se detallarán en la parte final de la investigación.

La motivación que nos lleva a realizar esta investigación es poder brindar un modelo simplificado de oferta primaria de valores, alternativo a los esquemas actuales de ofertas públicas, partiendo del modelo de Oferta Híbrida que tenemos con el ROPPIA, a fin que los principales actores y participantes del mercado puedan consultarlo y tomarlo como un modelo referente cuando se efectivice una reforma al régimen de ofertas primarias de valores.

## “PROMOCIÓN DEL MERCADO DE VALORES: LAS OFERTAS HÍBRIDAS COMO ALTERNATIVA”

### I. LAS OFERTAS HÍBRIDAS O PROFESIONALES EN EL MERCADO DE VALORES

El objeto de la presente investigación es evaluar si la implementación de un nuevo modelo de Oferta Híbrida o Profesional (en adelante, Oferta Híbrida)<sup>1</sup> en el país, partiendo de la experiencia comparativa de países que han adoptado estos modelos en sus legislaciones y de la propia experiencia peruana, a través de la aprobación en el año 2006 del ROPPIA<sup>2</sup>, Oferta Pública Primaria especial dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados e Institucionales, podría servir a la promoción del mercado de valores peruano mediante el ingreso de nuevos emisores.

El modelo de Oferta Híbrida se estructura a partir de la combinación de las características que tienen las ofertas públicas y las ofertas privadas, teniendo en cuenta a las personas a quienes van dirigidas las ofertas y a las prácticas desarrolladas en dichos mercados; creando un régimen flexible de oferta en donde el rol del supervisor en el registro y revisión *ex ante* de la documentación de la oferta (prospecto y contratos) se reduce al mínimo para permitir el registro automático del valor o la comunicación previa de estas ofertas al supervisor antes de su

---

<sup>1</sup> La introducción del concepto Oferta Híbrida ha sido desarrollado y difundido por el Banco Mundial a partir de un estudio de experiencias de países con economías emergentes y países desarrollados que adoptaron políticas y normas que flexibilizan o exceptúan determinados requisitos del régimen general de ofertas públicas de instrumentos representativos de deuda, o regulan con mayor intensidad las ofertas privadas de valores, ofertas estas últimas que en principio se encuentran fuera del alcance de la protección de la regulación del mercado de valores. Dicho modelo de Oferta Híbrida también ha sido promocionado a través de presentaciones y eventos realizados en varios países, así como en publicaciones especializadas a cargo de funcionarios del Banco Mundial. En nuestro país, el Banco Mundial, a través de Clemente del Valle, ha difundido este modelo de Oferta Híbrida. En el I Foro “Política Económica y Mercado de Capitales” organizado por la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (PROCAPITALES) realizada el 29 de mayo de 2012, Clemente del Valle, destacó los beneficios de introducir las Ofertas Híbridas en nuestro país en el marco de su exposición sobre el desarrollo de los mercados de valores en economías emergentes.

A la fecha existe ya interés en el Poder Ejecutivo de desarrollar este esquema en el país como ha sido señalado por el ministro de Economía y Finanzas Luis Miguel Castilla en el evento *Perú Capital Markets Day 2012*, realizado el 28 de setiembre de 2012 organizado por la Universidad del Pacífico.

<sup>2</sup> Es el Reglamento de Oferta Pública Primaria dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados aprobado mediante Resolución CONASEV N° 079-2008-EF/94.10 (26/12/2008). Mediante este Reglamento se derogó el régimen anterior del ROPPIA creado el año 2006 (Resolución CONASEV N° 041-2006-EF/94.10). El régimen del ROPPIA regula un tipo de oferta pública especial dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados bajo un esquema de flexibilización de requisito para la inscripción de los valores y/o programas de emisión en el Registro del Público Mercado de Valores – RPMV. En la sección Segunda de la presente investigación se detallarán las características, evolución y la problemática vinculada a dicho régimen.

realización o de forma posterior a ella, quien no evalúa el contenido de la documentación e información presentada.

En efecto, el rol del regulador en estas ofertas se ve modificado, reduciéndose, y a la vez reenfocando las facultades que tiene en el proceso de inscripción del valor y del registro del prospecto informativo, y durante la vigencia de éstas. Ello en consideración a que en los regímenes híbridos, es característica que los requisitos para la inscripción de los valores se reducen considerablemente facilitando de esta forma el acceso de las empresas al financiamiento.

Las Ofertas Híbridas se caracterizan también porque las obligaciones de suministro de información al mercado a cargo del emisor son menores o no existen, ello sin perjuicio de que, a nivel privado, el emisor y los inversionistas establezcan contractualmente un determinado volumen y frecuencia de revelación de información que se ajuste a las necesidades especiales de la oferta, el emisor, sus valores y negocios y del poder de negociación de los inversionistas. Por el contrario, en un esquema general de oferta pública rige el principio de transparencia y el acceso igualitario a la información como eje central de dicha regulación, que obliga al emisor a revelar información durante la inscripción y posterior a la oferta con una frecuencia periódica y eventual (hechos de importancia e información financiera).

Adicionalmente, otra de las características que definen a las Ofertas Híbridas es la naturaleza especial de los destinatarios de dichas ofertas, los cuales son Inversionistas Institucionales e Inversionistas Sofisticados o Profesionales en la inversión en valores e instrumentos financieros. Respecto a su negociación, los valores emitidos bajo este régimen pueden ser negociados secundariamente tanto en mecanismos centralizados negociación, así como en mercados “*over the counter*” – OTC<sup>3</sup>, pero la negociación de los valores se encuentra restringida solo para esta categoría de inversores.

Consideramos que el diseño de un modelo de Oferta Híbrida en el país, que no implique una liberalización total de las normas vinculadas a la transparencia ni una desprotección al inversionista, puede a partir de una reducción de los requisitos para el registro de la oferta, de la flexibilización de las obligaciones informativas a cargo del emisor y del cambio de rol del

---

<sup>3</sup> Los mercados OTC son aquellos mercados extrabursátiles en donde se negocian valores no inscritos y también valores que se encuentran inscritos en mecanismos centralizados de negociación bajo determinadas condiciones de acuerdo a la regulación.

regulador ser elementos fundamentales que permitirán dar solución a la problemática vigente<sup>4</sup> en nuestro mercado de valores, caracterizado por ser un mercado muy pequeño, poco profundo e ilíquido; en donde la oferta de valores es muy limitada para poder satisfacer la demanda y donde la percepción que se tiene del mismo apunta que es muy costoso ingresar al mercado de valores y que además el sistema de inscripción de valores no genera predictibilidad a los agentes económicos. Es por ello, que dicha propuesta podría incentivar el ingreso de nuevas empresas para financiarse y, además, otorgaría mayor confianza y seguridad a los agentes económicos respecto de la actuación del regulador favoreciendo de esta manera la competitividad, la liquidez y la diversificación que el mercado de valores debería garantizar como alternativa al sistema bancario.

Nuestra regulación de oferta pública primaria no diferencia de forma clara el alcance y la intensidad de protección que sus normas deberían otorgar considerando los diferentes tipos de inversionistas<sup>5</sup> a quienes va dirigida una oferta de valores. La tutela de las normas así como su aplicación por parte del regulador del mercado de valores es estándar para todos los tipos de inversionistas, sin hacer tratamientos diferenciados y tampoco considerar la realidad de nuestro mercado de valores, específicamente el correspondiente a las emisiones de instrumentos representativos de deuda, en donde la gran mayoría de adquirentes de estos valores emitidos

---

<sup>4</sup> Los principales problemas de nuestro mercado se encuentran asociados a su grado de desarrollo y tamaño en comparación a países de la región, a la escasa variedad de instrumentos financieros disponibles en el mercado que puedan ser absorbidos por el exceso de liquidez de los patrimonios administrados por Inversionistas Institucionales, altos costos de acceso al mercado de valores para nuevos emisores, sistemas impositivos complicados y asimétricos comparativamente con el sistema bancario, predilección de las empresas por financiarse a través del sistema bancario, entre otros problemas. Para mayor revisión de la problemática del mercado de valores peruano se recomienda revisar: Instituto Peruano de Economía – IPE, *"Evaluación de cambios normativos orientados a reducir el costo administrativo de la inscripción de valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores"*. Lima, 2009; COOPER, Claudia, *"Potential Impact of Capital Market Reforms in Peru on Financial Market Efficiency and Firm's Productivity"*, Universidad del Pacífico - Research Center, Lima, 2011, y Ministerio de Economía y Finanzas, *"Resultado de la Consulta Ciudadana Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores"*, Lima, 25/05/2001 y MORRIS, Felipe M., *"Mercados Financieros en América Latina: Convergencia e Integración. El Caso de Perú"*, Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Julio 2008.

<sup>5</sup> Como se explicará en la sección primera de la presente investigación, nuestra regulación así como la jurisprudencia administrativa del mercado de valores han identificado diferentes tipos de inversionistas que existen en nuestro mercado, tales como los Inversionistas Institucionales, los Inversionistas Acreditados, los Inversionistas Sensatos, los Inversionistas Sofisticados, etc. Sin embargo, la protección que las normas del mercado de valores brindan a tales inversionistas es igual para todas estas categorías de inversionistas, sin hacerse una diferenciación necesaria en razón a la diferente capacidad para superar la asimetría informativa que dichos inversionistas afrontan.

por los emisores corporativos son Inversionistas Institucionales o Inversionistas Acreditados. Es evidente que no se tiene en cuenta que estos inversionistas cuentan con conocimientos y capacidad necesaria para analizar y comprender los riesgos asociados a la inversión que realizan y que pueden acceder por sus propios medios a información directamente del emisor, a diferencia de un pequeño inversionista que si requiere de la protección del Estado por estar en juego el interés público.

En efecto, una regulación excesiva que no se encuentre justificada en la necesidad de corregir fallas en el mercado (asimetría informativa y costos de transacción), mediante la transparencia de la información o de sancionar prácticas que afecten la integridad de dicho mercado (uso indebido de información privilegiada y manipulación de precios), y que se aplique sin considerar la realidad del mercado que va a ser objeto de regulación o de las características diversas que los inversionistas poseen, constituye un factor determinante para que las empresas decidan no financiarse emitiendo valores mobiliarios mediante una oferta pública.

En ese sentido, la regulación podría generar sobrecostos<sup>6</sup> a nuestro mercado, realidad que es percibida por los participantes de este mercado, quienes deberán cuantificar no solo el costo financiero de la operación de financiamiento y de ingreso al mercado, sino también dicho sobrecosto, que tiene como origen una deficiente regulación que no crea los incentivos correctos o porque la carga de obligaciones al mercado es excesiva imponiendo en consecuencia barreras de entrada al mercado. De esta manera, las empresas se ven obligadas a asumir adicionalmente a los costos monetarios<sup>7</sup> de ingresar al mercado, costos no monetarios, por lo que el diseño de las normas no debería convertirse en una barrera que desincentive la entrada de empresas al mercado de valores.

Es así que esta problemática afecta directamente el desarrollo y tamaño del mercado primario de instrumentos de deuda, por lo que incluso figuras creadas pensando en simplificar los trámites de inscripción, como lo es el régimen de oferta pública primaria dirigido a Inversionistas Acreditados canalizadas a través del ROPPIA -adelantándonos al análisis y

---

<sup>6</sup> Percepción de los participantes del mercado de valores tales como estructuradores, colocadores, estudios de abogados sobre la regulación del mercado de valores.

<sup>7</sup> Para mayor información sobre los costos monetarios y no monetarios identificados como una posible barrera de acceso al financiamiento de las empresas en el mercado de valores revisar el siguiente estudio: Instituto Peruano de Economía – IPE, "Evaluación de cambios normativos orientados a reducir el costo administrativo de la inscripción de valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores". Lima, 2009. Págs. 30-37.

revisión de este tipo de oferta-, no han sido exitosas debido a que este modelo de oferta “simplificado y flexible” mantiene todavía en su estructura un sesgo paternalista contrario al objetivo de promoción del mercado de valores.

Es por ello que la hipótesis que se postula en la presente investigación es que la implementación de un nuevo modelo de Oferta Híbrida que reduzca los requisitos de registro y flexibilice las obligaciones informativas, sin afectar la transparencia e integridad del mercado ni reducir el nivel de protección necesario de acuerdo al tipo de inversionistas a los que se dirige la oferta, (i) permitirá un mayor desarrollo del mercado de capitales en el Perú generando los incentivos necesarios para incrementar las emisiones de instrumentos de deuda, en particular, de nuevos emisores; y (ii) contribuirá a la profundidad del mercado de capitales peruano, otorgando a los inversionistas más y nuevas alternativas de inversión. Dicho nuevo modelo se construye a partir del estudio y análisis de la experiencia nacional del ROPPIA, así como de experiencias internacionales en las que la implementación de este tipo de ofertas ha contribuido al desarrollo de los mercados de capitales en las jurisdicciones que serán objeto de estudio.

Es por ello, que a fin de identificar qué características o particularidades de las Ofertas Híbridas pueden ser tomadas de las experiencias de otros países a fin de diseñar esta propuesta es necesario que la presente sección se subdivida en dos subsecciones. La primera subsección tiene por finalidad presentar y desarrollar el marco conceptual y regulatorio bajo el cual las ofertas públicas se han desarrollado en nuestro país, para luego en la segunda subsección estudiar el régimen de las Ofertas Híbridas.

### **1. Marco regulatorio de las ofertas públicas**

En la presente subsección identificaremos cuál es el rol que el Estado debería cumplir en el marco de las ofertas públicas de valores, así como el grado de tutela y protección que la regulación del mercado de valores debería brindar a los inversionistas considerando para ello los tipos de inversionistas que existen en el mercado.

Es necesario, en primer lugar, identificar las razones por las cuales el mercado de valores requiere de una regulación especial y diferenciada a la que existe en otros mercados no regulados en donde también se transfieren bienes y servicios, para luego determinar cuál es el rol que el Estado debe cumplir frente a las operaciones que se realizan en el mercado de

valores y los sujetos intervinientes en dicho mercado. Una vez expuestas estas dos ideas centrales se detallará, a nivel normativo, como el rol del Estado se encuentra presente en las normas que regulan las ofertas públicas y privadas. Finalmente se discutirá, a partir de la presentación de información económica, la situación del mercado primario de valores y se identificará la problemática actual por la cual atraviesa.

### 1.1. Rol del Estado en las ofertas públicas

Antes de identificar cual es la participación que el Estado debería tener en el marco de las ofertas públicas es necesario determinar que funciones cumplen los mercados de valores en la economía de los países.

Los mercados de valores como parte de los mercados financieros<sup>8</sup> cumplen una importante función en la economía que es la de facilitar el encuentro de los agentes deficitarios con los agentes superavitarios para la canalización del ahorro hacia la inversión productiva. Al permitir el encuentro entre estas partes y fuerzas se logra canalizar los recursos en la economía, de sectores que requieren rentabilizar su inversión hacia sectores que necesitan financiarse. A través de los mercados también se facilita el traslado de la información, insumo fundamental para la toma de decisiones en los mercados financieros.

Para Gerardo Serra Puente-Arno, el mercado de valores es el lugar en el que los oferentes y demandantes se encuentran generalmente, a través de un intermediario a fin de comprar o vender bienes de características especiales, los valores mobiliarios.<sup>9</sup> Por su parte, Miguel Tórres Mendez, conceptualiza el mercado de valores como (...) *“la contratación a mediano y*

---

<sup>8</sup> Para una explicación más detallada del término Mercados Financieros y su relación con los activos financieros véase al respecto: TORRES, Miguel, *“La Contratación del Mercado de Valores”*, Grijley, Lima, 2012, págs. 12-22. Existe también una definición más amplia propuesta por Paul Castritius cuando destaca la importancia de la regulación del mercado de instrumentos financieros. Para dicho autor los mercados de instrumentos financieros son aquellos mercados de emisiones y negociaciones de instrumentos financieros, el cual puede o no encontrarse asociado a una operación de financiamiento. Los instrumentos financieros a su vez comprenden a los valores mobiliarios, títulos valores, a los contratos derivados, etc., según dicho autor. CASTRITIUS, Paul, *“Últimas tendencias en la Regulación del Mercado de Instrumentos Financieros: sus efectos sobre la forma de estructurar operaciones y la eficiencia del sistema financiero”*. En: Themis N° 54. Lima, agosto, 2007 pág. 227-238.

<sup>9</sup> SERRA PUENTE-ARNO, Gerardo, *“El Mercado de Valores en el Perú”*, Cultural Cuzco, Lima, 2da edición, 2002, pág 41.

*largo plazo, mediante la cual masivamente se realiza la inversión y financiamiento de dinero, para la satisfacción de las distintas necesidades de los agentes de dicho mercado.”<sup>10</sup>*

La visión de mercado de valores que postulamos es que este mercado es aquel en donde los agentes deficitarios ofrecen o venden valores mobiliarios de forma directa a los agentes superavitarios quienes suscriben o adquieren tales valores a cambio de recibir una rentabilidad esperada a futuro, asumiendo tales agentes la calidad de titulares de un derecho de cobro futuro o de participación en el capital social o las utilidades del emisor. Por dicha rentabilidad los agentes superavitarios asumen riesgos derivados de la probabilidad de pago del agente deficitario, del mercado, del país, entre otros.

De la literatura y discusión académica<sup>11</sup> observamos que la función de permitir la transferencia eficiente de fondos de aquellos sujetos superavitarios hacia los sujetos deficitarios para adquirir activos intangibles que tienen los mercados de valores como parte de los mercados financieros, se manifiesta en la economía de los países en: (i) la determinación del precio de los activos financieros producto de la interacción entre compradores y vendedores en el mercado, dicha interacción entre oferta y demanda asigna precios a los activos; (ii) facilitar la liquidez a la inversión en activos financieros a través de los mercados secundarios; (iii) reducir los costos de transacción como son los costos de búsqueda y de información a los vendedores y compradores, para identificar a sus contrapartes y sobre las características del activo financiero; y (iv) permitir a los inversionistas la diversificación de riesgos al poder adquirir diversos tipos de valores.

A partir de ello, observamos que tales consideraciones son relevantes para el buen funcionamiento del mercado de valores y para las operaciones que se realizan en dicho mercado, porque al facilitar el encuentro de agentes deficitarios con agentes superavitarios se permite la transferencia de recursos en la economía para ser destinados a usos más eficientes, como puede ser el financiamiento de proyectos o la ampliación de las operaciones de una

---

<sup>10</sup>TORRES, M. Ob. cit. pág. 43.

<sup>11</sup>Dichas funciones han sido explicadas y discutidas a lo largo de la Maestría en Derecho Bancario y Financiero de la Escuela de Posgrado de la Pontificia Universidad Católica del Perú - PUCP en los cursos de Economía y Finanzas (2011-01), Regulación del Mercado de Valores (2011-02); y, Regulación y Supervisión del Sistema Financiero (2011-02). Puede consultarse también a: SERRA PUENTE-ARNAO, G., Ob. Cit., págs. 41-44 y HERNÁNDEZ, Juan Luis y GOTUZZO, Gianina, "Responsabilidad del Estructurador en las Ofertas Públicas Primarias de Valores: Limitaciones y Due Diligence Defense", En: Themis, N° 49, Lima, 2004, pág.236.

empresa en un nuevo mercado. Sin embargo, es importante señalar que el mercado de valores por sí solo no puede llegar a un equilibrio, ni a niveles óptimos de intercambio entre sus participantes, debido a que el mercado de valores no es un ejemplo de mercado en competencia perfecta. Al respecto, un mercado en competencia perfecta se caracteriza porque los precios de los bienes y de los servicios se determinan libremente, mediante la libre interacción de compradores y vendedores y porque no existe asimetría informativa a fin de formar el equilibrio de mercado.

En efecto, el mercado de valores, al igual que cualquier sistema de intercambio de flujos de dinero futuros entre sus participantes, no es perfecto y presenta fallas e imperfecciones que el mercado y sus participantes podrían corregirlos, pero debido a que es muy costoso de asumir e internalizar tales fallas e imperfecciones, no es posible hacerlo. En efecto, los mercados de valores deben ser objeto de regulación dada su estructura natural y tal como lo señala Payet, existe una regulación especial del mercado de valores debido a las especiales características de los bienes que se transan en este mercado, los cuales determinan necesidades excepcionales de información por parte de los inversionistas por la asimetría informativa en el acceso a esta<sup>12</sup>. Ello se debe a que a diferencia de los bienes tangibles, cuyo valor puede ser fácilmente percibido, en los activos que se tranzan en los mercados de valores, de no existir información disponible sobre las características del valor y del desempeño actual de la empresa sería muy costoso y difícil que los inversionistas puedan asignarle un precio a estos bienes sin que puedan equivocarse.

Sobre el tema de las fallas de mercado podemos referir que para Mankiw “*un fallo en el mercado*” es la incapacidad de determinados mercados no regulados para asignar eficientemente los recursos. Dicho autor señala también que cuando se presentan estas fallas en los mercados, la política económica puede resolver estos problemas y aumentar la eficiencia económica.<sup>13</sup> Al respecto, cabe señalar que las soluciones económicas para dar una respuesta a las fallas de mercado se instrumentalizan a través de normas y políticas regulatorias.

---

<sup>12</sup>PAYET, José Antonio, “Razones para regular el mercado de valores” En: THEMIS N° 33, 1996. Lima, pág. 96.

<sup>13</sup> MANKIWI, N. Gregory. (2004) Principios de Economía. 3ra ed. Madrid: Mc Graw Hill, pág.96.

Considerando lo expuesto, podemos señalar que una falla de mercado puede definirse como una imperfección en el funcionamiento de los mercados que impide que las reglas de la libre oferta y demanda se desarrollen plenamente, originando que los intercambios entre sus participantes y en la sociedad no se lleven a cabo en términos eficientes, ya sea por la propia estructura de las empresas que participan en el mercado (monopolios o empresas con poder de mercado), por la inexistencia de reglas que incentiven conductas eficientes para la sociedad o porque la respuesta del Estado no es la más idónea<sup>14</sup>. A nivel de regulación financiera para Llewellyn las fallas de mercado constituyen, luego del riesgo sistémico asociado a las externalidades que una entidad financiera puede generar a nivel social, la segunda razón por la cual se debe regular el sistema financiero; por lo que la regulación debe dar una respuesta a las imperfecciones en los mercados financieros. Para dicho autor, las fallas de mercado generan un costo para el consumidor quien las terminaría asumiendo si es que no existiera una regulación que busque corregir tales fallas, puesto que los mercados financieros no son perfectos.<sup>15</sup>

Retomando el tema en discusión, en el mercado de valores, las fallas de mercado que podemos identificar y las cuales explicarían las razones por las cuales la regulación debe intervenir son la asimetría informativa, los costos de transacción y la información como bien público.

---

<sup>14</sup>El concepto de falla de mercado proviene del campo económico que explica las razones por las cuales los mercados no son perfectos debido a la presencia de externalidades, bienes públicos e información imperfecta. Dicho concepto ha sido también adoptado por el Derecho para explicar las razones por las cuales la regulación debe intervenir. Las implicancias y el alcance de las fallas de mercado han sido discutidas y analizadas en las clases de Economía y Finanzas (2011-01) y de Análisis Económico del Derecho (2011-01) de la Maestría en Derecho Bancario y Financiero de la Pontificia Universidad Católica del Perú - PUCP.

<sup>15</sup> *"The second economic rationale for financial regulation relates to market imperfections and failures. If financial services were conducted in perfectly competitive markets (i.e. there were no information problems, externalities, conflicts of interest, agency problems etc.) there would be no case for regulation, and any regulation that was imposed would be a net cost to the consumer. Per contra, if there are market imperfections and failures but no regulation, the consumer pays a cost because the un-regulated market outcome is sub-optimum. Focusing only upon the accountancy cost of regulation (which can be measured) overstates the true cost of regulation because it does not incorporate the value of the consumer benefit if the effects of market imperfections are alleviated. The ultimate rationale for regulation designed to protect the consumer is, therefore, to correct for market imperfections or market failures which would compromise consumer welfare in a regulation-free environment."*

LLEWELLYN, David "The Economic Rationale for Financial Regulation", En: FSA Occasional Paper, 1999, pág. 21.

Se entiende por asimetría informativa<sup>16</sup> a aquella falla de mercado por la cual en un intercambio de bienes o servicios una de las partes se encuentra en una posición de ventaja frente a su contraparte ya que tiene acceso a mayor cantidad de información sobre la transacción y dicha información es relevante para la contraparte a fin de adoptar una decisión completa e informada.

En el mercado, las empresas y personas con información incompleta no toman decisiones adecuadas, decidiendo por productos o servicios erróneos o equivocados. Por ejemplo, si las normas sobre protección al consumidor no exigieran que las empresas revelen en las etiquetas los porcentajes de los componentes e ingredientes que componen un producto, un consumidor asumiría que cualquier producto de una misma clase, como por ejemplo el jugo de naranja tienen las mismas características, eligiendo indiferentemente entre el producto A o el producto B, sin percibir las diferencias que existen, dado que uno puede estar fabricado a base de jugo natural y el otro a base de químicos.

En el mercado de valores, la asimetría informativa se encuentra presente en las relaciones que entablan los agentes deficitarios y superavitarios para llevar a cabo operaciones, así como en las relaciones entre éstos y los agentes facilitadores de las transacciones que participan en este mercado como son los agentes de intermediación, entidades estructuradoras, clasificadoras de riesgo, representante de obligacionistas, entre otros participantes.

---

<sup>16</sup>Para Llewellyn, cuando expone cuales son los fundamentos económicos que explican porque deben regularse los servicios financieros refiere que una de las razones es la existencia de información asimétrica en los mercados financieros, la cual puede reducir la demanda del consumidor de servicios y contratos. Al respecto refiere que en una situación donde los consumidores saben que existen buenos y malos productos o compañías, pero, debido a que no existe información disponible creíble, son incapaces de distinguirlos al momento de adquirirlos y sólo posteriormente su calidad podrá ser percibida. Como consecuencia de ello, la demanda por algunos productos podría disminuir debido a que los consumidores con aversión al riesgo podrían salir del mercado totalmente. Idem, págs. 25-26.

Por su parte Isabel Gutiérrez Molina sobre la asimetría informativa en el mercado de valores refiere lo siguiente: *"En nuestra opinión, la necesidad de tutela en el mercado de valores se presenta no sólo por la asimetría informativa existente entre los emisores y los inversionistas, sino también, cuando esa asimetría no puede ser corregida por el propio mercado; siendo así que debe intervenir el Estado (a través de CONASEV) para corregir esa imperfección y obligar a los emisores a difundir la información necesaria para tomar una adecuada decisión de inversión"*. GUTIÉRREZ, Isabel, *"El concepto Legal de la Oferta Pública de Valores Mobiliarios. Con ocasión de la emisión del nuevo Reglamento de Oferta Pública Primaria Exclusiva para Inversionistas Acreditados"*. En: Revista de la Maestría en Derecho de la Empresa - Pontificia Universidad Católica del Perú N° 1, págs. 293 – 311. Otra explicación de información asimétrica y su relación con la selección adversa y el riesgo moral podrá encontrarse en: MISHKIN, Frederic, *"Moneda, Banca y Mercados Financieros"*, Pearson, México D.F., 8va edición pág.186.

En una operación de financiamiento en el mercado de valores, la persona natural o jurídica que provee de fondos al emisor requiere de información que le permita adoptar una decisión adecuadamente informada antes de suscribir y aceptar la oferta recibida. La información en el mercado de valores constituye un bien fundamental para la toma de decisiones de los agentes económicos, razón por la cual su regulación es necesaria. Como concluye Payet cuando explica cuáles son las razones por las cuales se debe regular el mercado de valores, al respecto señala que la información en el mercado ostenta la naturaleza de bien público<sup>17</sup> y que además los agentes económicos no la producen espontáneamente en la cantidad y calidad óptimas<sup>18</sup>. En efecto, una vez revelada la información por el emisor en el mercado, su conocimiento y aprovechamiento es de todos y no es posible su exclusión; por ello, mientras esta información no sea conocida en el mercado a través de una obligación legal o contractual, la asimetría informativa continuará presente impidiendo y dificultando la adopción de decisiones informadas entre los agentes económicos.

En ese sentido, los emisores de valores mobiliarios ostentan una posición privilegiada frente a los futuros inversionistas, teniendo en cuenta que son los emisores quienes conocen de manera real la situación económica y financiera de la sociedad, sus negocios, operaciones y nuevos proyectos, entre otra información relevante. Un inversionista en principio no cuenta con dicha información sí es que no es revelada o proporcionada por el emisor, sea mediante un acuerdo contractual o por una obligación legal, e incluso porque la práctica del mercado lo exige.

Los canales de información que disponen los inversionistas en una oferta privada al igual que en una oferta pública son los brindados por el emisor, con la diferencia que en estas últimas, la obligación de brindar información proviene de una exigencia legal, mientras que en una oferta privada, el nivel de información requerido por los inversionistas proviene de la negociación y del *due diligence* llevado a cabo por éstos sobre el proyecto y negocio del emisor que puede formalizarse con acuerdos privados. Como discutiremos más adelante en el marco de una oferta pública de valores, la regulación exige un nivel mínimo de información revelada al

---

<sup>17</sup> Por bien público se entienden comprendidos aquellos bienes en donde están presentes las siguientes características (i) No existe consumo rival e (ii) imposibilidad de exclusión sin incurrir en altos costos de transacción. Para mayor detalle sobre que se entiende por bien público revisar: NICHOLSON, Walter, "*Microeconomía Intermedia y sus aplicaciones*", 8va edición, MacGrawHill, Bogotá, 2001, págs. 544-549.

<sup>18</sup> PAYET, J. Ob. cit. pág. 104.

mercado, antes, durante y después de realizada la oferta de valores, a fin de corregir esta falla de mercado. En las ofertas privadas, los destinatarios de la oferta son un segmento de personas reducido constituido en su gran mayoría por Inversionistas Institucionales y personas cuya actividad principal es la inversión habitual y profesional, que no requieren de la tutela de las normas del mercado de valores, pero ello no quiere decir que el emisor no entregue información alguna a los inversionistas, como ya lo hemos señalado.

Cabe señalar que la asimetría informativa se encuentra presente también en otros mercados financieros, como el bancario y el de seguros, así también en mercados no regulados de bienes o servicios; por ejemplo, en la relación que se establece entre un cliente con su banco antes de solicitar un préstamo bancario o efectuar un depósito, o también cuando la empresa aseguradora evalúa al potencial asegurado antes de suscribir el contrato. En dichas relaciones la asimetría informativa debe ser salvada a través de la regulación o mediante la aprobación de cláusulas generales de contratación, así como el establecimiento de derechos de información mínimos a los usuarios y a los consumidores; los cuales constituyen medios para corregir esta falla de mercado. Por consiguiente problemática de la información asimétrica no es exclusiva del mercado de valores.

En el mercado de valores conjuntamente con la asimetría informativa se presenta la selección adversa<sup>19</sup> que origina también distorsiones en las operaciones y transacciones que se ejecutan en este mercado, impidiendo que los recursos se canalicen de forma eficiente de los agentes superavitarios a los agentes deficitarios. En mercados donde existe asimetría informativa, los proyectos buenos como malos serán valorados de forma idéntica, tanto por los inversionistas como por el mercado debido a que no es posible percibir la diferencia de riesgos entre ambos proyectos, pues no existe información pública de fácil acceso y acceder a ella a fin de realizar una comparación implica altos costos de transacción.

En consecuencia, si no existiera información disponible en el mercado que permita identificar qué proyectos son buenos o malos, el mercado se llenaría de malos proyectos, porque a los malos proyectos no les sería costoso ingresar al mercado para poder endeudarse y, por efecto,

---

<sup>19</sup>Mishkin señala que la selección adversa es un problema de asimetría informativa que ocurre antes de la transacción. Para tal efecto, aplicando dicho concepto al sistema bancario, los potenciales créditos malos serán aquellos que acceden a este mercado dejándose de lado a los buenos créditos, por lo que los bancos dejarán de otorgar préstamos porque no pueden advertir el diferente riesgo entre un buen crédito y un mal crédito. MISHKIN, F. Loc. cit.

aquellos agentes superavitarios dispuestos a financiar proyectos se alejarían del mercado a fin de buscar otras alternativas de inversión más seguras pero a la vez menos rentables, luego de verificar que efectivamente dichos proyectos, debido a la asimetría informativa, ocultaban información relevante para la toma de decisiones de los inversionistas. Es por ello que en mercados donde existe asimetría informativa, los inversionistas menos sofisticados, por sus propios medios no pueden determinar la diferencia de riesgos entre un proyecto malo y otro bueno, lo que origina que el inversionista no se encuentre en la capacidad de exigir niveles distintos de riesgo por el rendimiento esperado. Cabe precisar que un Inversionista Institucional sí puede salvar esta asimetría informativa porque accede a información relevante, sobre la oferta, el emisor y los valores que se van a emitir; y, además, cuenta con la capacidad necesaria para procesar y entender dicha información, a diferencia de un pequeño inversionista, el inversionista *retail*.

La selección adversa en el mercado de valores se corrige con la transparencia que permitirá, a través de la revelación obligatoria de información sobre el emisor, el valor y la oferta realizada, evaluar la conveniencia de invertir o no en un determinado valor y de decidir entre salir o mantenerse en una posición en valores. La revelación de información a través de la transparencia o *full disclosure*<sup>20</sup> constituye el medio idóneo para superar la asimetría informativa en el mercado de valores. Como veremos en el análisis conceptual y legal de las ofertas públicas y privadas, la transparencia es el eje central de la regulación del mercado de valores.

Los costos de transacción<sup>21</sup> suponen también una falla de mercado que implica que las partes en una determinada operación asumen costos vinculados con la búsqueda de la contraparte y

---

<sup>20</sup>Para Ezio Piaggio Torre Tagle el Principio de Transparencia o *Full Disclosure*, (...) "*es aquel principio en virtud del cual un emisor de valores, a través de una OPP, debe informar correctamente al mercado no sólo respecto de valores que desea colocar o vender, sino también respecto de la realidad de la sociedad emisora, el uso que se le darán a los fondos captados y la manera cómo se venderán o colocarán dichos valores*". PIAGGIO, Ezio, "*La Oferta Pública Primaria de Valores*", En: Themis N° 40, Lima, 2000, pág. 76.

Por su parte Payet señala que el *full disclosure* constituye la filosofía básica de las normas dictadas entre 1933 y 1940 en los Estados Unidos de Norte América que tenían por objeto garantizar la transparencia del mercado y proteger a los inversionistas dando respuesta al *crash* del 1929 ocurrido en su mercado. Dicha filosofía postula que el Estado debe asegurar que los emisores pongan a disposición del público toda información relevante para que adopten decisiones de inversión completamente informados y no controlar aspectos sustanciales de las ofertas a realizar por los emisores. PAYET, J. Ob. cit. pág. 99.

<sup>21</sup>Para un mayor detalle sobre los costos de transacción revisar BULLARD, Alfredo, "*Ronald Coase y el Sistema Jurídico*", En Derecho y Economía. El Análisis de las Instituciones Legales, Palestra Editores,

del bien o servicio que van a adquirir o contratar. Cuanta mayor información disponible en el mercado, estos costos de transacción se reducen. Asimismo, si tales costos de transacción son elevados, muchas de las transacciones no podrían hacerse, destinándose los recursos a otros fines, los cuales no necesariamente pueden ser los más eficientes para el mercado o la sociedad. Tales costos de transacción pueden ser reducidos también con la transparencia de la información a través de su divulgación obligatoria permitiendo que los mercados de valores cumplan la función de canalizar eficientemente los recursos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios.

Finalmente, antes de poder determinar cuál es el rol que el Estado debería cumplir en el marco de las ofertas públicas realizadas en el mercado de valores, es necesario indicar que el objeto de las transacciones realizadas en este mercado, como ya ha sido mencionado, lo constituyen bienes con características especiales, los cuales no son bienes físicos o materiales, sino son bienes intangibles cuyo valor se encuentra representado por los derechos y contenido que representan y por la rentabilidad esperada en función a la naturaleza económica del activo (bonos, acciones u otros tipos de instrumentos) como ya lo hemos adelantado. A nivel financiero, han sido conceptualizados como activos financieros, entendiéndose por tales a activos intangibles cuyo valor se encuentra asociado a los derechos contenidos o incorporados en el título que los representa. A nivel regulatorio, en el mercado de valores, los activos intangibles han sido conceptualizados en nuestra legislación al igual que la de otros países de tradición romana germánica<sup>22</sup>, bajo el término de valor mobiliario o instrumento financiero.<sup>23</sup>

A partir de lo expuesto, tenemos que a fin de garantizar el buen funcionamiento del mercado de valores y corregir sus fallas, el medio idóneo utilizado por las legislaciones para dar respuesta a esta problemática es la aprobación de normas y leyes que regulan este mercado tan

---

Lima, 2009, págs. 104-121.

<sup>22</sup>Para los sistemas jurídicos anglosajones o del Common Law, se utiliza la terminología de *securitie*. En los Estados Unidos de Norteamérica la regulación sobre *securities* se encuentra contenida en la Securities Act de 1933 y la Securities Exchange Act de 1934, definición que englobaría no solo a los valores mobiliarios regulados en nuestra normativa sino a cualquier valor, instrumento, contrato de inversión, activo o producto financiero, entre otros valores debiendo importar para su determinación como *securitie*, la evaluación caso por caso y la naturaleza de la operación o transacción llevada a cabo. A nivel jurisprudencial dicha definición ha sido analizada en diferentes precedentes judiciales, destacándose el caso SEC v. Howey Co. - 328 U.S. 293 de 1946 en donde la Corte Suprema detalló los aspectos que un contrato de inversión debe tener a fin de establecer si estamos ante la definición de *securitie*. Para mayor explicación revisar dicho precedente.

<sup>23</sup>Revisar para mayor detalle e información sobre el concepto activos financieros a HERNÁNDEZ J. y GOTUZZO, G. Loc. Cit., TORRES, M., Loc. cit. 12-22. y SERRA PUENTE-ARNAO, G., Loc. cit.

especializado y con imperfecciones. Otra opción sería que el Estado no intervenga bajo el presupuesto que los mercados son, *per se*, eficientes y que podrán llegar a su punto de equilibrio por sus mismos participantes sin requerir de su intervención.

Sin embargo, la última opción no es la tendencia que la regulación ha seguido, aun más luego de los graves efectos producidos en la economía mundial y las estructuras financieras originadas por las crisis financieras del año 2008 y la del año 2011 que hasta la fecha sus efectos en la economía mundial todavía se perciben<sup>24</sup> y también de hechos trascendentales tales como los casos *Enron* y *Worldcom*, éstos últimos, obligaron a desarrollar reglas más estrictas para evitar fraudes y pérdidas producto de riesgos operativos y de no contar con un sistema de control interno y de riesgos. La tendencia es regular los mercados financieros con mayor intensidad a nivel preventivo a fin de que los países puedan detectar alertas de manera temprana y para poder tener margen para dar respuestas a los efectos de las crisis o de prácticas fraudulentas, cuyo efecto contagio perjudiquen a las demás empresas del sistema financiero y a la economía. En consecuencia, la opción de desregular los mercados financieros no es una respuesta que pueda garantizar el buen funcionamiento de los mercados financieros y la protección de los ahorristas e inversionistas, no siendo esta opción la tendencia de los mercados actuales.

En una economía de mercado como la establecida en el artículo 58° de nuestra Constitución Política del Estado<sup>25</sup>, las actividades económicas se ejercen en total libertad por parte de los

---

<sup>24</sup>La crisis del 2008 se originó en los Estados Unidos de Norte América producto de las hipotecas *subprime* que fueron empaquetadas y convertidas en nuevos instrumentos financieros con altas clasificaciones de riesgo que permitieron que dichos productos financieros fueren adquiridos por grandes e importantes inversionistas como los Inversionistas Institucionales de dicho país y de todo el mundo tales como bancos comerciales, bancos de inversión, fondos de pensiones, fondos de inversiones, etc. los cuales contaminaron sus carteras de activos. A partir de los incumplimientos de los créditos hipotecarios se inició la crisis crediticia e hipotecaria que demandó la intervención de los bancos centrales mundiales y de los Estados para refloatar estas instituciones y que no se perjudicara más la economía y su crecimiento. Por su parte la crisis del 2011, originada en Grecia a consecuencia de una serie de hechos pasados como el incremento de su déficit fiscal producto del establecimiento de políticas sociales de un Estado del Bienestar y de la existencia de corrupción en el gobierno originó que el Estado desfinanciado por los rescates bancarios efectuados por la crisis del 2008, dejara de pagar la emisiones de deuda pública, y que ante el temor de contagio a los otros países de la Unión Europea, se le han extendido líneas de crédito, y debe acortar beneficios a sus ciudadanos, entro otras medidas ante la imposibilidad de devaluar su moneda que es el Euro. Para mayor detalle y evaluación de la relación de las crisis financieras con la regulación y supervisión del sistema financiero se recomienda revisar: CORREIA, Filipa, JIMÉNEZ, Luis Felipe y MANUELITO, Sandra, "Regulación y Supervisión Financiera: Lecciones de la Crisis para América Latina y el Caribe". En: Revista CEPAL N° 99, diciembre, 2009 págs. 7-23.

<sup>25</sup>Artículo 58°. *La iniciativa privada es libre. Se ejerce en una economía social de mercado. Bajo este*

privados. El mercado se encarga de asignar los recursos y no el Estado, el cual garantiza que la libre iniciativa privada se desarrolle plenamente. Sólo podrá intervenir de forma subsidiaria en la economía cuando existan fallas e imperfecciones que impidan que el mercado cumpla con sus funciones de asignación eficiente de recursos.

Partiendo de ello, podemos identificar que el régimen adoptado por nuestro país y reflejado en la regulación del mercado de valores, es uno de transparencia total en la información o *full disclosure*. Es decir, el Estado garantiza un flujo adecuado de información entre los sujetos que participan en el mercado, y no decidiendo en qué valor o instrumento los inversionistas deben invertir o en cuáles no. Para tal efecto, el Estado aprueba leyes y reglamentos a fin de construir un marco jurídico que garantice el buen funcionamiento del mercado y la transparencia de la información. En efecto, dicho régimen de transparencia garantiza que la revelación de información confiable y relevante sobre los emisores, los valores que emiten y la oferta que de ellos se hagan es el medio más eficiente de asignar el ahorro a la inversión productiva. La función del Estado debe limitarse a asegurar, mediante la regulación, que los inversionistas cuenten con un flujo adecuado de información disponible dejando en la esfera de decisión de éstos en qué invierten y qué nivel de riesgo asumen.<sup>26</sup> El propósito de esto es que los inversionistas asuman sólo el riesgo de crédito del emisor y no riesgos vinculados a la insuficiencia de información revelada al mercado.

En la redefinición del rol del Estado en el mercado de valores peruano y, especialmente, el vinculado a las ofertas públicas primarias, observamos que la legislación y reglamentación desarrollada por el regulador del mercado de valores ha sido diseñada en consideración a un único esquema de protección al inversionista, sin identificar las diferentes particularidades que dichos inversionistas tienen en el mercado, tales como el grado de sofisticación, conocimiento del mercado, aversión al riesgo y habitualidad en la realización de operaciones; razones que

---

*régimen, el Estado orienta el desarrollo del país, y actúa principalmente en las áreas de promoción de empleo, salud, educación, seguridad, servicios públicos e infraestructura.*" (Constitución Política del Perú de 1993).

<sup>26</sup>En la doctrina existen también otros sistemas de regulación del mercado de valores que tienen como fundamento que el régimen económico aplicado por el Estado son economías controlistas y de planificación o control centralizado. Para estos sistemas, la revelación de información no es suficiente para garantizar la eficiencia en la asignación del ahorro a la inversión productiva. La labor del Estado es decidir qué proyectos pueden financiarse a través del mercado de valores dependiendo del nivel que riesgo que reflejan. El Estado, en consecuencia, decide el nivel de riesgo a asumir por los privados.

justifican que la tutela del Estado no deba ser igual para estos diferentes tipos de inversionistas<sup>27</sup>.

En la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861 (en adelante, Ley del Mercado de Valores) se mencionan de forma expresa a dos tipos de inversionistas, el Inversionista Sensato, cuando conceptualiza a los hechos de importancia en el artículo 28<sup>28</sup>, y al Inversionista Institucional, definido en el inciso j) del artículo 8° de la Ley del Mercado de Valores<sup>29</sup>. En relación al término Inversionista Sensato, este concepto fue precisado a nivel administrativo por el Tribunal Administrativo de la ex Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores – CONASEV, hoy Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante SMV), mediante la Resolución del Tribunal Administrativo N° 116-2003-EF/94.12 que señaló que un inversionista sensato: (...) *“se caracteriza en general, por no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, ni extremadamente diligente ni absolutamente negligente. No es un profesional en la materia, aunque cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado y es suficientemente consciente del riesgo que éste implica, dedicando un tiempo prudencial a la*

<sup>27</sup>Como se discutirá en la sección segunda de la presente investigación a pesar de la existencia de regímenes especiales de ofertas primarias de valores como lo es el ROPPIA que en teoría buscaba crear una vía más flexible y rápida para que los emisores puedan financiarse, en la práctica el esquema mantuvo el mismo régimen de revelación de información y además existía el riesgo para el emisor que se declare la nulidad del acto administrativo por la existencia de objeciones insubsanables. En el Anexo 1 se mostrará las diferencias existentes entre el régimen general de oferta pública primaria, el ROPPIA y las ofertas públicas que se realizan al amparo del el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores – SMV, Reglamento que aprobó el Mercado Alternativo de Valores – MAV, mediante Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01.

<sup>28</sup>*Artículo 28° Hechos de Importancia.- El registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a CONASEV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna. La información debe ser proporcionada a dichas instituciones y divulgada tan pronto como el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo, según sea el caso.*

*La importancia de un hecho se mide por la influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor.* (Subrayado nuestro)

<sup>29</sup>*Artículo 8° Términos.- Los términos que se indican tienen el siguiente alcance en la presente ley:*

(...)

*j) Inversionistas Institucionales: Los bancos, financieras y compañías de seguros regidos por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, los agentes de intermediación, las administradoras privadas de fondos de pensiones, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de fondos mutuos, así como las entidades del exterior que desarrollen actividades similares y las demás personas a las que CONASEV califique como tales; (...)*

*obtención de información y, en general, al manejo de sus inversiones. El inversionista sensato tiene un mayor grado de dependencia en el agente que el que tiene un inversionista sofisticado, del cual se distingue, por tener un menor grado de entendimiento, conocimiento y experiencia del mercado” (...).*

Como observamos en dicha resolución, adicionalmente a la definición de Inversionista Sensato se añade un nuevo tipo de inversionista, el denominado Inversionista Sofisticado, el cual tiene un mayor grado de experiencia, conocimiento y de autonomía al momento de decidir si invierte o no en un valor, en comparación al Inversionista Sensato.

En relación al Inversionista Sensato, este constituye el estándar del inversionista asumido por la regulación del mercado de valores, respecto del cual se estructura todo el marco legal de protección en los mercados primario y secundario. Cabe señalar que para Narghis Torres, el estándar de Inversionista Razonable –equiparable al del inversionista sensato– tendría dos variantes, una aplicable a los inversionistas *retail*, conformados por personas naturales o jurídicas comunes sin experiencia en el mercado de valores y el otro aplicable a los Inversionistas Institucionales. Al respecto refiere que de no aplicarse adecuadamente el estándar de Inversionista Razonable en función a dichos tipos de inversionistas, se incrementaría los costos de transacción y la percepción de razonabilidad y transparencia del mercado.<sup>30</sup>

Por su parte, a nivel reglamentario mediante la introducción del régimen ROPPIA, se creó una nueva clasificación de inversionista, más amplia que el de Inversionista Institucional que se encuentra definida en la LMV; estableciéndose para tal efecto una nueva categoría de inversionista denominada Inversionista Acreditado, término que se encuentra regulado en el artículo 3° del ROPPIA y que incorpora también a los Inversionistas Institucionales como parte de esta nueva categoría<sup>31</sup>. Un Inversionista Acreditado para el ROPPIA, de acuerdo a los

---

<sup>30</sup>NARGHIS TORRES, Pérez, *“Regulando por estándares: El estándar del Inversionista Razonable en el Mercado de Valores”*, en Themis N° 54, Lima, 2007 págs. 263-264.

<sup>31</sup> *“Artículo 3°.- Inversionistas Acreditados.-*

*Se consideran como Inversionistas Acreditados a las siguientes entidades:*

*a. Los Inversionistas Institucionales;*

*b. Las personas naturales o jurídicas que acrediten cumplir, simultáneamente, por lo menos un requisito patrimonial y otro de calificación:*

*i) Requisitos patrimoniales:*

*a) La persona jurídica que cuente con un patrimonio neto igual o superior a trescientos setenta y cinco mil y 00/100 Nuevos Soles (S/. 375 000,00).*

*b) La persona natural cuya renta neta, individual o conyugal, haya sido igual o superior a*

considerandos de la resolución que aprobó dicho régimen, es aquel inversionista que no obstante tener un nivel de calificación superior al de los pequeños inversionistas, aún requiere de la protección de la regulación del mercado de valores, fundamentación que no tiene sentido si se revisa que dentro de esta categoría de inversionistas se encuentran también a los Inversionistas Institucionales, los cuales no deberían encontrarse bajo similar esquema de protección que la regulación otorga a los pequeños inversionistas como parte del público en general.

Se observa entonces que nuestra normativa desarrolla varios tipos de inversionistas, categorías que se superponen y no explican claramente el objetivo por el cual se han desarrollado, por lo que corresponderá definir efectivamente cual es el grado de protección que cada uno de ellos merece recibir. Al respecto, los pequeños inversionistas o inversionistas *retail* que pueden ser personas naturales, merecen de toda la protección y tutela de las normas del mercado de valores vinculadas a las ofertas públicas, a diferencia del resto de inversionistas conformado por Inversionistas Institucionales y los Inversionistas Acreditados. Respecto de estos últimos, la regulación aplicable debe ser una con menor grado de intensidad y de protección a cargo del regulador.

Para mayor entendimiento, a nivel regulatorio existen dos regímenes de oferta pública, el régimen general de oferta pública primaria regulado mediante el Reglamento de Oferta Pública

---

*trescientos setenta y cinco mil y 00/100 Nuevos Soles (S/. 375 000,00), durante los últimos doce (12) meses, en términos agregados.*

- c) *La persona que haya efectuado operaciones en el mercado de valores nacional por un monto igual o superior a setecientos cincuenta mil y 00/100 Nuevos Soles (S/. 750 000,00), durante los últimos doce (12) meses.*

*La verificación de estos requisitos se realiza con la presentación de las últimas declaraciones anuales del Impuesto a la Renta o documentos equivalentes, o, cuando corresponda, con los documentos acreditativos de las inversiones efectuadas.*

ii) *Requisitos de calificación:*

- a) *La persona jurídica que, de acuerdo con su objeto social, tenga como una de sus actividades señaladas de modo expreso la inversión en valores mobiliarios.*

- b) *La persona natural que cuente con experiencia profesional o académica, mínima de tres (3) años, en asuntos financieros o de negocios relacionados con el mercado de valores.*

*La verificación de estos requisitos se realiza con la presentación del estatuto social o de las constancias de trabajo, servicios o estudios, según corresponda.*

- c. *Los fondos o patrimonios autónomos que tengan como objeto, de acuerdo con las disposiciones legales o convencionales que los rigen, la inversión en valores mobiliarios y que sean administrados por alguna de las personas jurídicas mencionadas en los incisos anteriores.*

*La verificación de estos requisitos se realiza con la indicación de las disposiciones legales o presentación de la copia del acto constitutivo o contrato de fideicomiso correspondiente.*

*Mediante Resolución Gerencia General se podrán establecer nuevos requisitos, o modificar los establecidos, para la calificación de personas naturales o jurídicas como Inversionistas Acreditados."*

Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 141-1998-EF/94.10 y sus modificatorias (en adelante, Reglamento de OPP) y los regímenes especiales de ofertas públicas primarias como son el régimen ROPPIA, régimen de oferta pública primaria dirigido exclusivamente a Inversionistas Acreditados y, el recientemente creado, Mercado Alternativo de Valores – MAV en donde también se pueden efectuar ofertas públicas primarias<sup>32</sup>. Tales regímenes especiales de ofertas no llegan a ser totalmente independientes de la regulación general, pues siguen conectados a ella, a pesar que cuentan con menores requisitos de ingreso, plazos automáticos o más cortos para la inscripción de valores, en comparación al régimen general. En efecto, dichas ofertas especiales mantienen el mismo régimen de revelación de información periódico y eventual que el esquema general, atenuado en el caso del Mercado Alternativo de Valores, respecto al régimen sancionatorio el cual es más benigno en los casos de omisión o presentación extemporánea de hechos de importancia, información financiera y memoria anual.

Como se discutirá en la sección Segunda de esta investigación, el régimen ROPPIA creado con la finalidad de otorgar rapidez y flexibilidad en la tramitación de las inscripciones mediante la inscripción automática en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, RPMV)<sup>33</sup>, mantiene en su estructura un sesgo eminentemente proteccionista sin ninguna racionalidad, lo que ha ocasionado que dicha regulación no haya llegado a efectuar una diferenciación en el grado de protección que merecen tales ofertas frente al régimen general, además de la consideración de otros temas en cuanto a la estructura y diseño del ROPPIA.

Así también, observamos que si bien las ofertas públicas primarias bajo el marco del ROPPIA son ofertas públicas especiales, los niveles de protección y revelación de información al mercado son iguales o similares al régimen general de ofertas públicas y no consideran la distinta naturaleza de los inversionistas destinatarios de la oferta, como se observa del Anexo 1

---

<sup>32</sup>Mediante Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01 publicada 29 de junio de 2012 en el diario oficial *El Peruano* se publicó el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores – SMV y el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Instrumentos de Corto Plazo emitidos por Empresas en el Mercado Alternativo de Valores – MAV.

<sup>33</sup>A pesar de que las inscripciones eran automáticas, el riesgo de reputación de los emisores y estructuradores por la eventual observación posterior o nulidad de la oferta, en la práctica convertían este trámite automático en uno sujeto a plazos y revisiones no oficiales por parte del regulador porque la documentación antes de su presentación final era remitida informalmente para una revisión previa.

correspondiente al Cuadro Comparativo de las Ofertas Públicas de Valores reguladas en el país.

En efecto, nuestras normas dan mayor énfasis a la protección del inversionista como un todo y no privilegian la creación de incentivos que busquen promover la creación de nuevos productos financieros y la incorporación de nuevos inversionistas al mercado; convirtiéndose la regulación en un sistema de protección ineficiente y eminentemente paternalista,<sup>34</sup> el cual no distingue el nivel de protección y tutela que las normas deben brindar a los distintos tipos de inversionista que existen en el mercado de valores. Postulamos entonces que la regulación debe dar un tratamiento diferenciado a cada uno de los tipos de inversionistas, según el segmento del público al cual va dirigida la oferta, considerando que el objeto de protección de la regulación de oferta pública primaria lo constituyen precisamente los inversionistas que tienen problemas para acceder y procesar la información. Asimismo, el Estado debe priorizar sus objetivos considerando el interés público, en aquellos inversionistas que si requieren de protección y tutela como son los pequeños inversionistas.

Al respecto, es preciso señalar que una de las funciones del Estado, según lo mencionado anteriormente, es la corrección de las fallas que el mercado puede tener, por lo que su actuación debe considerar ese marco y no generar distorsiones e ineficientes sobrecostos al poner en marcha el aparato administrativo, de manera innecesaria, a través de una regulación excesiva cuando no haya una necesidad real de ello. El análisis previo que se realiza para que el Estado intervenga en una determinada actividad económica debe evaluar que el costo de su intervención sea menor al beneficio que resulte de su intervención en la economía.

El Estado, al igual que el mercado, también genera fallas y distorsiones cuando, no distingue las diferentes necesidades de protección que los inversionistas requieren. Por lo tanto, si se

---

<sup>34</sup>Por paternalismo de acuerdo al Diccionario de la Lengua Española de la Real Academia Española se entiende que es la "*Tendencia a aplicar las formas de autoridad y protección propias del padre en la familia tradicional a relaciones sociales de otro tipo; políticas, laborales, etc.*" Diccionario de la Lengua Española, Real Academia Española, España, 2012. Disponible en: <http://lema.rae.es/drae> (visitado 30.09.2012).

El sentido del término paternalismo de la presente investigación tiene por objeto calificar que nuestra regulación vigente sobre ofertas públicas así como su aplicación y supervisión por parte del regulador no tienen por sustento razones económicas o de eficiencia sino que responden principalmente al convencimiento del Estado que al establecer un régimen único de protección al inversionista sin diferenciar las particularidades de éstos está cumpliendo su rol de monitoreo y proteccionismo del mercado de valores de forma adecuada no importando que en dicha actuación restrinja libertades de los agentes participantes o desincentive el ingreso de empresas a financiarse al mercado de valores.

observa que no existe interés público en la regulación y supervisión de las ofertas que se dirigen a un determinado segmento del público el cual no requiere de la protección de las normas del mercado de valores porque dicho segmento de inversionistas pueden salvar la asimetría informativa y superar los costos de transacción mediante la obtención directa de la información que necesitan para tomar decisiones debidamente informadas, es lógico concluir que el Estado no debería intervenir en dichos casos.

La tutela del Estado debería incidir en mayor medida en la protección de los pequeños inversionistas, segmento donde se verifica la presencia de asimetría informativa, y no respecto de los Inversionistas Institucionales y de los Inversionistas Acreditados quienes cuentan con la capacidad para superar cualquier déficit en la información que el emisor pueda ofrecer.

En consecuencia, consideramos que el rol del Estado a través de la regulación y supervisión de las ofertas públicas debe proveer los incentivos necesarios para promover que nuevos emisores ingresen al mercado de valores y que también el inversionista “*retail*” ingrese al mercado, a través de la inversión de sus ahorros, y además que el propio mercado cree un estándar mínimo de información que los emisores deban brindar, lo que permitirá aumentar la profundidad de nuestro mercado así como la liquidez y mayores opciones de inversión; reduciéndose de esta forma costos y barreras que afectan el ingreso de empresas al mercado.

De lo expuesto, podemos señalar que la justificación del rol del Estado en el marco de las ofertas primarias realizadas en el mercado público de valores mobiliarios se centra en la protección del inversionista, mediante la revelación de información pública al mercado, a través de la transparencia, el *full disclosure*. Para ello, se requiere establecer una regulación que promueva la transparencia, con el objeto de corregir y reducir las fallas que este mercado tiene, mediante la revelación de información a cargo del emisor, vinculada a él, sus valores, y a la oferta que se haga de éstos tanto durante la inscripción del valor o del programa de emisión en el RPMV como posteriormente una vez efectuada la oferta. En ese sentido, se requiere que el Estado (regulador) supervise permanentemente el cumplimiento de estas obligaciones; generando la confianza que se requiere para desarrollar mercados profundos y líquidos.

Por otro lado, consideramos que dicha regulación debe dar una respuesta diferenciada sólo en el caso de ofertas públicas primarias especiales dirigidas a los Inversionistas Acreditados e Inversionistas Institucionales, y en la medida que en el mercado secundario se mantenga la negociación cerrada solo para esta clase de inversionistas, a fin de no generar distorsiones en

el mercado de valores o desincentivos para sus participantes. En tal sentido, los Inversionistas Institucionales y Acreditados no deberían ser objeto de protección similar a la que existe para los pequeños inversionistas.

## 1.2. Ofertas públicas y ofertas privadas de valores mobiliarios

Definido cuál es el rol del Estado en el marco de las ofertas públicas de valores, así como el grado de tutela y protección que la regulación del mercado de valores debe brindar a los inversionistas, según los tipos de inversionistas que existen; a continuación se procederá a analizar el marco jurídico aplicable a las ofertas públicas y ofertas privadas de valores mobiliarios.

Nuestra Ley del Mercado de Valores, concordante con el régimen económico establecido en la Constitución Política del Estado, el de economía social de mercado, ha dispuesto como principios centrales de la regulación la promoción del desarrollo ordenado del mercado de valores, la transparencia del mercado de valores y la adecuada protección del inversionista<sup>35</sup>.

Bajo este marco de principios rectores que informan y orientan el sentido que las normas y reglamentos deben tutelar, observamos por un lado que dichos principios buscan garantizar el buen funcionamiento del mercado de valores y que este cumpla con la función de facilitar la canalización eficiente de fondos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios en los mercados primario y secundario de valores. Por otro lado, tales principios buscan promover la transparencia del mercado mediante la difusión de toda la información relevante vinculada al emisor, sus valores y la oferta realizada como pilar fundamental para que los precios de los valores respondan única y exclusivamente a la información pública difundida, permitiendo de esta manera que los inversionistas puedan adoptar decisiones libres e informadas.

Sobre el principio de adecuada protección al inversionista cabe detenernos a analizar el alcance del mismo y su relación con el principio de transparencia, temas que son fundamentales para la presente sección puesto que la regulación sobre oferta pública se encuentra vinculada necesariamente a los inversionistas, quienes son los destinatarios de las ofertas realizadas por los emisores. Consideramos que la adecuada protección del

---

<sup>35</sup>La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, en su artículo 1° dispone que es finalidad de esta norma "promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista". La reglamentación del mercado de valores se desarrolla en base a estos principios poniendo mayor énfasis en la transparencia en la información y las operaciones y la protección de la confianza del mercado de valores.

inversionista debe ser vista conjuntamente con el principio de transparencia, teniendo en cuenta que el reflejo de este último principio impactará positiva o negativamente en la protección del inversionista.

En la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos encontramos normas diseñadas para garantizar la transparencia del mercado, por ejemplo, las normas sobre divulgación obligatoria de hechos de importancia y la obligación de inscribir previamente los valores mobiliarios que van a ser objeto de una oferta pública en el RPMV, así como el establecimiento de prohibiciones para el uso de información privilegiada y la manipulación de precios; teniendo todas estas normas un efecto directo en la protección del inversionista, debido a que la regulación del mercado de valores se ha estructurado precisamente para reducir las fallas de mercado, como la asimetría informativa, los problemas de selección adversa y los costos de transacción, presentes en mayor medida cuando los pequeños inversionistas participan en el mercado y para sancionar prácticas fraudulentas. Se puede concluir entonces que garantizando la transparencia del mercado (información y operaciones) a través de la regulación y su supervisión a cargo del Estado se está igualmente brindando protección al inversionista.

Para Miguel Tórres Mendez cuando comenta los principios bajo los cuales nuestra Ley de Mercado de Valores se inspira, refiere que la interpretación que debe efectuarse del principio de adecuada protección al inversionista supone no una interpretación literal a dicho principio sino una interpretación lógica. Al respecto, refiere que la parte más débil en la contratación del mercado de valores es el inversionista frente al emisor, debido a la asimetría informativa existente; sin embargo, no cualquier inversionista merece la protección jurídica de la regulación, sino solo aquel inversionista individual que no se encuentra en igualdad de condiciones frente al otro contratante. Es por ello que los Inversionistas Institucionales no requieren de esta protección debido a su especialización en la inversión profesional en valores.<sup>36</sup>

Al respecto, compartimos lo señalado por dicho autor en el sentido que quienes merecen mayor protección de las normas sobre ofertas públicas, en razón a su condición de inversionistas no profesionales, son los pequeños inversionistas, personas naturales que no se

---

<sup>36</sup> TORRES, M., Ob. cit. págs. 395-396.

encuentran en capacidad de salvar la asimetría informativa existente con su contraparte, el emisor. Ello debido a los altos costos de transacción que debería asumir el inversionista para poder acceder a información necesaria sobre el valor, el emisor y del desempeño de sus negocios, y también para procesar dicha información por su cuenta o recurriendo a asesoría especializada.

Precisamente, dicha diferenciación de qué inversionistas requieren o no protección del Estado, se refleja en la división que la Ley del Mercado de Valores ha establecido entre las ofertas públicas y las ofertas privadas. Encontrándose las ofertas privadas fuera del ámbito de protección de la Ley del Mercado de Valores y de la competencia y supervisión de la SMV, como se analizará más adelante. Sin embargo, como veremos también a lo largo de la presente investigación la regulación existente así como la aplicación de las normas sobre ofertas públicas por parte de la administración no diferencian el distinto nivel de protección que deberían brindar al inversionista; aplicándose de manera genérica a todas las ofertas públicas, sin considerar la realidad del mercado, los diferentes tipos de inversionistas y los segmentos del mercado a los que se dirige la oferta.

En nuestro país, la regulación de las ofertas públicas se encuentra desarrollada en la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861 y sus normas modificatorias. La Ley del Mercado de Valores en su artículo 17° establece que todo valor o programa de emisión que será objeto de una oferta pública requiere de su inscripción previa en el RPMV.

La Ley del Mercado de Valores también regula los requisitos para llevar a cabo una oferta pública primaria, el prospecto informativo y su contenido, los plazos de inscripción, así como las obligaciones de información que tienen los emisores, la transparencia en la información, los hechos de importancia, las ofertas privadas, entre otros temas. Así también, se establecen en la Ley del Mercado de Valores las competencias y facultades que la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV tiene respecto al registro e inscripción de los valores, programas de emisión y prospectos informativos en el RPMV.

Cabe señalar también que de acuerdo a la Ley del Mercado de Valores y a la Ley Orgánica de la Superintendencia del Mercado de Valores aprobada mediante Decreto Ley N° 26126 y sus modificatorias, el ámbito de supervisión de la SMV está restringido a los valores de oferta pública. La Ley del Mercado de Valores, en su artículo 1°, ha establecido expresamente que (...) *“Salvo mención expresa en contrario, sus disposiciones no alcanzan a las ofertas privadas*

de valores”. Dicha exclusión también es concordante con lo establecido en el artículo 315° de la Ley del Mercado de Valores aplicable a los patrimonios fideicometidos, que señala que *“El control y la supervisión de CONASEV se efectúan exclusivamente en relación a los patrimonios fideicometidos cuyos valores sean objeto de oferta pública.”*

El rol general que la SMV tiene en las ofertas públicas está establecido en los artículos 19°, 20° y 22° de la Ley del Mercado de Valores<sup>37</sup>, disposiciones que guardan concordancia con el rol del Estado explicado en la subsección anterior de la presente investigación, por el cual el Estado promueve la libre iniciativa privada y el libre mercado sin intervenir de forma directa en la economía salvo en casos excepcionales. En efecto, el Estado promueve el mercado de valores y sus operaciones, garantizando mediante la regulación el buen funcionamiento del mismo, la transparencia de la información y la corrección de fallas e imperfecciones del mercado, encontrándose impedido de intervenir en las decisiones de inversión o desinversión que los inversionistas adopten, así como en las decisiones de los emisores de poder acceder al mercado de valores para obtener recursos para el financiamiento de sus operaciones y desarrollo.

Producto de la experiencia profesional y académica se advierte sobre este punto que los emisores y los estructuradores, así como sus asesores, perciben como un sobre costo el ejercicio de la facultad de supervisión sobre la documentación e información presentada al trámite de inscripción de un valor por parte del emisor, dado que en la práctica se sobreprotege a los inversionistas y se afecta la libertad de contratación de sujetos privados cuando se revisan contratos y se obliga al emisor a modificar cláusulas y documentos suscritos también por el estructurador y el representante de los obligacionistas; estas prácticas constituyen sobre costos que desincentivan la entrada de potenciales nuevos emisores al mercado. Es por

---

<sup>37</sup>El artículo 19° de la Ley del Mercado de Valores establece que la inscripción del valor o del programa, sólo está supeditada al cumplimiento de los requisitos señalados en el artículo 20° de esta ley, sin que proceda el examen de la situación económico-financiera del emisor.

Por su parte el artículo 20° de la Ley del Mercado de Valores establece que el plazo del que dispone la SMV para inscribir un valor o un programa en el Registro Público del Mercado de Valores es de treinta (30) días contados desde la fecha de presentación de la solicitud. Dicho artículo establece también que el mencionado plazo se extiende en tantos días como demore el solicitante en absolver las observaciones que, por una sola vez, le formule la SMV, referidas al suministro de información omitida o a su adecuación a las normas generales establecidas para tal efecto.

El artículo 22° de la Ley del Mercado de Valores establece que la inscripción de un valor en el Registro Público del Mercado de Valores no implica la certificación sobre su bondad, la solvencia del emisor, ni sobre los riesgos del valor o de la oferta.

ello que, el rol del Estado debería estar definido clara y objetivamente para generar predictibilidad y certeza a los agentes económicos.

En tal sentido, a fin de precisar la facultad de la SMV de observar la información que el emisor presenta para la inscripción de un valor o programa de emisión y para el registro del prospecto informativo en el RPMV, se ha precisado reglamentariamente qué aspectos ameritan la necesidad de tutelar los intereses vinculados a la transparencia de la información en el mercado. En el artículo 21° del Reglamento de OPP se ha regulado el rol de la SMV en los trámites vinculados a las ofertas públicas.<sup>38</sup>

Como se observa, la solicitud de enmiendas o ampliaciones debe sustentarse en el interés público que busca tutelar la transparencia en la información, es decir, que la información vinculada a la oferta no contravenga disposiciones legales o que lleve al error o a la equivocación a un Inversionista Sensato cuando la información presentada es evidentemente engañosa, a lo cual hace referencia la Ley del Mercado de Valores. Es por ello que el régimen legal que tenemos no busca autorizar ofertas ni decidir cuándo un emisor debe salir al mercado a financiarse, sino que busca garantizar que efectivamente las ofertas públicas que se realicen cumplan con la normativa, estableciéndose plazos y requisitos para la inscripción en función al tipo de trámite elegido y al tipo de valor a ser emitido.

---

<sup>38</sup> “Artículo 21°.- Rol de CONASEV en el trámite.

*En el procedimiento de revisión que la documentación e información presentada satisface el mínimo exigido por el presente Reglamento y sus disposiciones complementarias, se podrá solicitar la opinión de aquellas entidades u órganos facultados para interpretar las disposiciones legales relacionadas con la transacción, así como de otras entidades, según lo considere necesario el órgano encargado de dicha revisión de acuerdo a las circunstancias.*

*CONASEV se encuentra asimismo facultada, cuando lo requiera el interés público, a solicitar enmiendas o ampliaciones en la documentación e información proporcionada cuando sea evidente:*

- a) Su falta de conformidad con las disposiciones legales aplicables;*
- b) La necesidad de aclaración de ciertos asuntos que presenten contradicciones;*
- c) La falta de información suficiente sobre aspectos relevantes;*
- d) La utilización de un lenguaje poco claro o engañoso; y,*
- e) La necesidad de introducción de advertencias respecto de determinados aspectos relativos a la transacción que, de acuerdo a las circunstancias, considere pertinente resaltar.*

*Es aplicable en este caso lo dispuesto por el artículo 20 de la Ley, respecto de la extensión del plazo para la inscripción y/o registro solicitado.*

*En ningún caso la revisión a que se refiere el presente artículo implica una aprobación de la situación económico-financiera del patrimonio en virtud del cual se emitieren los valores a ofertar.*

*No implica tampoco una certificación acerca del cumplimiento de los requisitos legales relativos a dicha emisión o venta que sean distintos a los directamente derivados de la Ley y sus normas complementarias, o que la documentación e información presentada se efectúe de acuerdo al estándar a que se refiere el artículo 2º, lo cual es responsabilidad de las personas que se señalan en los artículos 16 y 17.”*

No obstante, consideramos que la aplicación discrecional de estas facultades en la observación de los documentos que forman parte de la oferta, podría ser percibido, como lo ha señalado el Instituto Peruano de Economía – IPE, como un costo no monetario a ser asumido por los emisores y que desincentiva el ingreso de nuevas empresas al mercado de valores por la no predictibilidad de las decisiones adoptadas por parte de la administración.<sup>39</sup>

Continuando con el análisis de la regulación aplicable a las ofertas públicas, la Ley del Mercado de Valores, en su artículo 4°, establece que: *“Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.”* Dicho concepto a su vez ha sido precisado y reglamentado en el artículo 6° del Reglamento de OPP<sup>40</sup>.

<sup>39</sup>Para mayor detalle sobre los costos derivados de la incertidumbre y la no predictibilidad de las decisiones en el proceso de emisión de valores como un costo no monetario, identificado por el IPE se recomienda revisar: Instituto Peruano de Economía – IPE, Ob. cit. 32-36.

<sup>40</sup> Artículo 6 ° Alcance del término "Oferta Pública"

*Para efectos de la aplicación de la regla general contenida en el artículo 4º, el texto del artículo 4º de la Ley, referido a la oferta pública de valores mobiliarios, tiene el alcance que se señala a continuación:*

*a) Invitación.- Se considera invitación a toda aquella manifestación de voluntad que se efectúa de modo directo o a través de terceros, tenga ésta el carácter de invitación a ofrecer, simple oferta, promesa unilateral u otra que tenga por objeto efectuar o recibir propuestas vinculadas a lo señalado en el inciso e);*

*b) Adecuadamente difundida.- La invitación es adecuadamente difundida cuando se dirige a sus destinatarios, de manera individual o conjunta, simultánea o sucesiva, a través de cualquier medio, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que permita la tecnología, que resulte idóneo para dar a conocer el contenido de la misma a su destinatario. Se incluye asimismo la utilización de los servicios de las bolsas de valores o de las entidades encargadas de la conducción de mecanismos centralizados de negociación;*

*c) Público en general.- El público en general está conformado por el conjunto de personas indeterminadas, nacionales o extranjeras, que sean potenciales inversionistas en el territorio nacional;*

*d) Segmento del público.- Se considera segmento del público al conjunto de personas determinadas o no que, de acuerdo a las circunstancias, requieren de la tutela a que se refiere el artículo 2º, cuando su número sea tal que involucre el interés público. Se considera que se requiere dicha tutela cuando, en orden a la posibilidad de acceso a información relevante por dichas personas y/o a que ésta sea procesada por ellas, encuentren dificultades para adoptar una decisión libre e informada respecto a la invitación efectuada. Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, para efectos de su calificación como segmento del público, se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público, y se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada. Los accionistas u otros titulares de derechos de participación en una persona jurídica son susceptibles de ser considerados un segmento del público en los términos del presente inciso respecto de invitaciones efectuadas por dicha persona jurídica; y,*

*e) Acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores mobiliarios.- Comprende el relativo a*

Al respecto, por oferta pública de valores mobiliarios entendemos aquella oferta realizada a personas indeterminadas o a un determinado segmento del público, mediante el uso de cualquier medio que permita dar a conocer los términos de la oferta, con el objetivo de ofrecer valores mobiliarios para su suscripción, venta o intercambio.<sup>41</sup>

Como observamos a nivel reglamentario, se han establecido precisiones o *safe harbour* (puertos seguros) al concepto general de oferta pública establecido a nivel de la Ley del Mercado de Valores. Sobre dicho punto, consideramos que válidamente el legislador ha optado por no utilizar parámetros fijos que puedan atar el concepto de oferta pública a una definición detallista de supuestos a fin de reservar discrecionalidad en el regulador del mercado de valores<sup>42</sup>. Lo contrario hubiera llevado a que una definición exhaustiva constituya una ventana para que posibles operaciones cuya naturaleza económica pueda calzar fuera de la regla general supongan, a nivel jurídico, un supuesto caso de oferta pública pero que en realidad sea una oferta privada.<sup>43</sup>

En ese sentido, si bien las ofertas privadas se encuentran fuera del ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores y de la supervisión de la SMV, no debiera entenderse que la SMV no puede determinar de oficio o solicitud de parte cuando una oferta se ha efectuado en contravención a las normas de oferta pública que obligan a que los valores previamente a su

---

*la creación o enajenación de derechos patrimoniales referidos a dichos valores, incluyendo el derecho u opción de suscripción o adquisición.*

*Dicho acto jurídico, cualesquiera sean las características del mismo, debe tener la naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquirente. Cuando los derechos a que se refiere el inciso e) tengan la condición de valores mobiliarios, la oferta pública de los mismos se considera también una oferta pública de los valores respecto a los cuales versan sus derechos, debiéndose cumplir lo dispuesto en el presente Reglamento respecto de ambos valores. En tal supuesto, se deberá registrar y utilizar un prospecto informativo común.*

<sup>41</sup>Para mayor revisión del alcance del término oferta pública se recomienda revisar: SERRA PUENTE-ARNAO, G., Ob. cit. págs. 223-229. También revisar a TORRES, M. Ob. cit. págs. 404-409.

<sup>42</sup>Al respecto, podría afirmarse también que esta discrecionalidad es muy peligrosa para el mercado pues no genera predictibilidad y confianza en la manera cómo se interpretaría la norma.

<sup>43</sup>Cabe señalar que a nivel reglamentario existe la opción de que los emisores puedan efectuar consultas a la SMV quien tiene la facultad para interpretar los alcances de la regla general de oferta pública. A fin de que dicho medio constituya una vía rápida e idónea que permita alinear los plazos de los emisores y estructuradores con los del regulador, la absolución de dichas consultas debería llevarse a cabo de forma expeditiva.

oferta sean inscritos en el RPMV.<sup>44</sup> Entonces es válido, que la Ley del Mercado de Valores haya reservado cierta discrecionalidad a el regulador para determinar en qué casos una oferta califica como pública o no, aún más si de acuerdo al artículo 7° de la Ley del Mercado de Valores, la SMV es la institución pública encargada de la supervisión y el control del cumplimiento de esta ley, encontrándose facultada de acuerdo a las normas del derecho común y a los principios generales del derecho para interpretar administrativamente los alcances de las disposiciones legales relativas a las materias que esta ley comprende y para aprobar los reglamentos correspondientes.

Cabe señalar que la necesidad de regular las ofertas públicas tiene por intención principal establecer un régimen de protección especial a los destinatarios de las ofertas realizadas por los emisores, puesto que esta invitación dirigida al público en general o a un determinado segmento del público, el cual merece de tutela en los términos del artículo 6° del Reglamento de OPP, tiene por objetivo levantar recursos (ahorros) de terceros para que el emisor financie sus operaciones en el caso de una oferta pública primaria, o de adquirir valores del público en general o de un determinado segmento, en el caso de las ofertas públicas secundarias, como son las ofertas públicas de adquisición (OPA) y las ofertas públicas de intercambio (OPI).

Para el caso de las ofertas públicas primarias, dicha solicitud pública de financiamiento, requiere del amparo de la regulación para proteger al inversionista garantizándole un mínimo de información para que este evalúe y decida si acepta o no la oferta. La trascendencia es que los fondos que los emisores reciben provienen del ahorro del público inversor, razón por la cual existe interés público que exige establecer una regulación al respecto.

Es pertinente resaltar en este punto, que el objeto de estudio de la presente investigación trata sobre las ofertas primarias o iniciales mediante las cuales los emisores buscan obtener financiamiento de los agentes superavitarios, a través de la oferta de sus valores mobiliarios. Por tanto, un tipo de oferta pública regulada en nuestra legislación lo constituye la oferta

---

<sup>44</sup>Para mayor detalle consultar el pronunciamiento del Directorio de la CONASEV contenido en la Resolución CONASEV N° 010-2005-EF/94.10 de fecha 11 de febrero de 2005 mediante la cual se analizó en segunda instancia administrativa un caso de ofertas pública encubierta, que si bien fue llevada a cabo por una empresa titulizadora en el marco de fideicomisos de titulización, mediante un esquema "privado", tenía varios indicios que llevaban a presumir y a determinar que la oferta realizada era una oferta pública que se encontraba comprendida dentro del artículo 4° de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 6° del Reglamento de OPP.

pública primaria<sup>45</sup>. La Ley del Mercado de Valores señala en su artículo 53° que “es oferta pública primaria de valores la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas”. Dichas ofertas requieren de la previa inscripción de los valores en el RPMV para su realización de conformidad con el artículo 49° de la LMV.

A nivel doctrinal, para Miguel Tórres Mendez la oferta pública primaria es la oferta pública de la contratación del mercado de valores mediante la cual se ofrece al público, o a un sector de éste, la inversión dineraria mediante la adquisición de valores mobiliarios aún no emitidos o que no se encuentran en circulación. Refiere también que este tipo de oferta pública busca obtener financiamiento dinerario mediante la emisión o colocación de valores mobiliarios mediante la primera contratación sobre los mismos.<sup>46</sup> Por su parte, Ezio Piaggio Torre Tagle refiere que una oferta pública primaria supone poner a disposición del público en general, valores mobiliarios emitidos por primera vez, a cambio de dinero, lo cual se lleva a cabo a iniciativa de la voluntad societaria de una determinada persona jurídica, cuyos órganos competentes se encargarán de determinar las principales características de los valores a emitirse.<sup>47</sup>

El elemento central de estas ofertas es precisamente, la búsqueda de recursos entre el público en general o en un determinado segmento de éste la razón por la cual se explica el por qué una oferta pública primaria debería encontrarse bajo la regulación del mercado de valores. La lógica que existe detrás de regular e imponer como obligación al emisor, en una oferta pública primaria la inscripción previa del valor o programa de emisión ante la SMV, cumpliendo para ello con la presentación de los requisitos e información establecidos en el artículo 54° de la Ley del Mercado de Valores,<sup>48</sup> es proteger a los futuros inversionistas destinatarios de la oferta, conformados por el público en general o un segmento de éste, los cuales van a desprenderse

---

<sup>45</sup>Otras ofertas públicas no primarias, son las clasificadas como ofertas secundarias tales como: la oferta pública de venta, la oferta pública de compra, la oferta pública de adquisición, la oferta pública de intercambio y la oferta pública de redención o canje de acciones de inversión.

<sup>46</sup>TORRES, M. Ob. cit. pág.103.

<sup>47</sup>PIAGGIO, E. Ob. cit. pág. 71.

<sup>48</sup>El artículo 54° de la Ley del Mercado de Valores establece que para la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de un valor que será objeto de oferta pública primaria, se debe presentar a la SMV lo siguiente: (i) Comunicación del representante legal del emisor, con el contenido y formalidades que la SMV establezca; (ii) Documentos referentes al acuerdo de emisión, donde consten las características de los valores a ser emitidos y los deberes y derechos de sus titulares; (iii) El proyecto de prospecto informativo sobre la emisión; (iv) Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita; y, (v) Obtener la clasificación de riesgo del valor, cuando corresponda.

de sus ahorros para invertirlos en un valor mobiliario, cuyo valor está asociado a una promesa de pago futura en donde el riesgo de incumplimiento es un elemento central para poder establecer el nivel de rentabilidad que éstos van a requerir al emisor. Es por ello que, mediante la transparencia de la información, se busca salvar la asimetría informativa que existe en dicho mercado. Como mencionamos en la subsección anterior, un emisor se encuentra en mejor posición frente a los inversionistas en la medida que cuenta con la información de sus negocios; por lo que el establecimiento de obligaciones de información busca que los inversionistas accedan a información y adopten decisiones libres e informadas en base a ésta, y también para asegurar que todos ellos puedan acceder a la información en la misma oportunidad, asegurándoles un trato igualitario.

Asimismo, cabe señalar que, si bien dichas normas podrían entenderse como una limitación a la libertad de contratar de los privados, al imponer exigencias de información esta obligación se encuentra justificada precisamente porque, de otro modo, los emisores no tendrán los incentivos necesarios para trasladar esa información en la oportunidad y en la cantidad necesaria al mercado y a quienes se dirige la oferta.

A partir de lo expuesto, han quedado claras las razones por las cuales la regulación del mercado de valores establece normas que regulan las ofertas públicas primarias de valores mobiliarios que restrinjan la libertad de los emisores, en cuanto al nivel de información que deben revelar a los potenciales suscriptores de los valores que van a ser ofrecidos. Por consiguiente, el Estado debe velar porque el traslado de la información de los emisores hacia el mercado y a los inversionistas garantice el cumplimiento de los principios de transparencia y se lleve a cabo de forma eficiente, sin que se generen mayores costos de transacción al sistema con la finalidad de reducir la asimetría informativa. Por el contrario, en el caso de las ofertas privadas, el referido interés público de protección del inversionista no se encuentra presente.

La Ley del Mercado de Valores en su artículo 5° la define las ofertas privadas como *“la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el artículo anterior [se refiere al concepto de oferta pública]. Sin perjuicio de ello, se consideran ofertas privadas las siguientes: a) La oferta dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores. b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo*

*sea igual o superior a doscientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 250 000,00). En este caso, los valores no pueden ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores. c) Aquellas que establezca Conasev.*<sup>49</sup>

Al respecto es necesario precisar que dicha definición de oferta privada se construye a partir del concepto de oferta pública, es decir, será oferta privada aquella que no encaja dentro de la definición de oferta pública del artículo 4° de la Ley del Mercado de Valores y en lo dispuesto por el artículo 6° del Reglamento de OPP.<sup>50</sup>

La definición de oferta privada a su vez establece tres supuestos en los cuales es clara la intención del emisor de no querer contratar de forma pública. El primero de ellos es, precisamente, el ejemplo más común y representativo sobre porque una oferta dirigida a Inversionista Institucionales no merece la protección de las normas sobre ofertas públicas; resaltando que un Inversionista Institucional se encuentra en mejor capacidad para poder defender sus intereses frente al emisor puesto que cuenta con toda la información vinculada a la oferta que va a realizar. Situación que ha sido plasmada en la última modificación realizada a Ley del Mercado de Valores en clara línea de que los Inversionistas Institucionales cuentan con las herramientas necesarias para defender sus intereses frente al emisor, habiéndose dispuesto en el artículo 87° de esta norma que en la emisión de bonos cuando las emisiones se encuentren dirigidas a Inversionistas Institucionales no se requiere de la designación del representante de los obligacionistas.

---

<sup>49</sup>Este artículo antes de su modificación con la Ley 29720, Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el Mercado de Capitales, publicada el 25/06/2011 disponía lo siguiente: "Es privada la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el artículo anterior. Sin perjuicio de ello y siempre que no se utilice medios masivos de difusión, se considera oferta privada: a) La oferta dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no podrán ser transferidos a terceros durante un plazo de doce (12) meses desde su adquisición, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores; y, b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo, sea igual o superior a doscientos cincuenta mil Nuevos Soles (S/. 250,000). En este caso, los valores no podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros, con valores nominales o precios de colocación inferiores".

Al respecto, observamos que a diferencia de la actual norma, el uso de medios masivos de difusión constituía un elemento que tipificaba si una oferta calificaba como pública o no y también existía un plazo de doce (12) meses para que un valor privado adquirido por Inversionista Institucional pueda ser transferido a un tercero.

<sup>50</sup>Sobre la definición de oferta privada contenida en el artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores se puede consultar también a: PESAQUE, Andrés, "Operaciones de Financiamiento en el Perú: un repaso general a la luz de los principios básicos de las Finanzas Corporativas" En: Themis N° 54 pág. 28 o también a SALINAS, Rivas, "El Financiamiento Empresarial a través de la Emisión de Valores: Ventajas, Desventajas y Perspectivas", En Themis N° 37, Lima págs. 70-71.

El segundo supuesto de oferta privada, establecido por el artículo 5° de la Ley del Mercado de Valores, indica que el monto involucrado supone que los valores objeto de la oferta van a ser adquiridos por inversionistas sofisticados o especializados en la materia y que cuentan con patrimonio suficiente para invertirlo a diferencia de un pequeño inversionista, encontrándose justificado dicho supuesto. El último supuesto de oferta privada, en línea con la discrecionalidad otorgada al regulador para determinar cuándo una operación califica como una oferta pública, ha establecido que el regulador se encuentra facultado para determinar otros casos de ofertas privadas.

Por oferta privada debemos entender aquella oferta de valores, en la cual no existe la necesidad de que el Estado implemente un esquema garantista de protección a los inversionistas que van a participar de una oferta teniendo en cuenta las características de la operación. Asimismo, se debe tener presente que los destinatarios de la oferta no se encuentran conformados por pequeños inversionistas que involucre el interés público y por consecuencia merezcan protección, sino por inversionistas profesionales en la inversión y seguimiento de este tipo de inversiones, como son los Inversionistas Institucionales y otros Inversionistas Sofisticados o Calificados quienes no requieren de la tutela del Estado, debido a que pueden defender sus propios intereses y obtener información directamente del emisor sin necesidad de que exista una obligación legal de por medio.

Sobre la justificación de la diferenciación entre las ofertas privadas y las ofertas públicas, Sergio Salinas Rivas refiere que existe una presunción de que los Inversionistas Institucionales cuentan con un grado de experiencia y conocimiento del mercado de valores que hace innecesaria la protección legal. De establecerse dicho sistema de protección en estos casos impondría sobre la actividad económica costos de transacción que no generarían mayores beneficios para los participantes.<sup>51</sup>

En efecto, de acuerdo a lo postulado, si una oferta de valores va a ser dirigida únicamente a Inversionistas Institucionales o a Inversionistas Acreditados, no existe justificación para que el regulador destine sus recursos para supervisar y vigilar ofertas en las cuales no existe interés público que cautelar. Es, precisamente, cuando se verifica que no exista necesidad de tutela en ofertas en las cuales los destinatarios pueden salvar la asimetría informativa propia de estas

<sup>51</sup>SALINAS, Rivas, "El Financiamiento Empresarial a través de la Emisión de Valores: Ventajas, Desventajas y Perspectivas", En Themis N° 37, Lima, 1998, pág. 71.

relaciones porque cuentan con la capacidad necesaria para poder defender sus intereses y afrontar los costos de transacción, incluso de mejor forma que el Estado. Es por ello que la regulación debería dar a estos casos un tratamiento diferenciado del régimen general de ofertas públicas.

En cuanto a la regulación diseñada sobre ofertas públicas como ya hemos adelantado existe el régimen general de oferta pública primaria establecido en la Ley del Mercado de Valores y que se ha reglamentado mediante el Reglamento de OPP. A su vez, a nivel reglamentario, con la aprobación del ROPPIA en el año 2006 mediante la Resolución CONASEV N° 041-2006-EF/94.10 se estableció un esquema de ofertas especiales dirigidas exclusivamente a Inversionistas Acreditados. Dichas ofertas “públicas”, adelantándonos a la discusión a realizarse en la sección segunda de la presente investigación realizadas bajo el régimen ROPPIA, no constituyen en estricto una oferta pública sino una oferta privada. Sin embargo, dada la necesidad de crear un régimen especial de oferta pública que diera respuesta a los problemas vinculados a la demora en la tramitación de expedientes de inscripción en el régimen general por parte del regulador, así como de incentivar que las ofertas privadas se canalicen través de este medio a fin de que el mercado tenga mayor nivel de información, y también de dar una respuesta a las distorsiones tributarias existentes a nivel del impuesto a la renta y del impuesto general a las ventas respecto de la naturaleza de las ofertas realizadas, entre otras razones; se decidió crear dicho modelo a nivel reglamentario.

El otro régimen especial de ofertas primarias es el correspondiente a las inscripciones de valores y de programas de emisión en el marco del Reglamento del Mercado Alternativo de Valores que realizan empresas cuyos ingresos anuales promedio en los últimos tres (3) años no hayan excedido de S/. 200 millones (equivalente a US\$ 70 millones), que no tengan ni hayan tenido valores inscritos en el RPMV o admitidos a negociación en algún mecanismo centralizado de negociación administrado por las Bolsas o mercados organizados extranjeros y que además no se encuentren obligadas a inscribir sus valores en el RPMV.<sup>52</sup>

A partir de lo expuesto, a nivel conceptual, quedan claras las diferencias entre ambos tipos de ofertas, la pública y la privada; así como el rol que el Estado debe cumplir en las ofertas públicas a fin de tutelar y proteger aquellas ofertas en donde es evidente la asimetría

---

<sup>52</sup>Las diferencias y atributos comparativos de los tres regímenes de ofertas públicas primarias podrán revisarse en el Anexo 1 correspondiente al Cuadro Comparativo de la Ofertas Públicas de Valores de la presente investigación.

informativa entre el emisor y los potenciales inversionistas, quienes tienen dificultad de procesar la información disponible, e incluso, poder acceder a la información necesaria para la toma de decisiones informadas. En una oferta privada no existe necesidad de tutela del Estado, debido a que esa asimetría informativa se salva por la capacidad y posición que tienen los Inversionistas Institucionales y los Inversionistas Acreditados frente al emisor para asegurar esa información directamente.

En consecuencia, considerando que el alcance del concepto Oferta Híbrida se construye a partir de las características de las ofertas públicas y ofertas privadas, consideramos que la implementación de las Ofertas Híbridas en nuestra regulación supondrá un cambio en la concepción del alcance de la protección y tutela de las normas de mercados de valores, de la actuación del regulador del mercado de valores en el desarrollo de las ofertas, así como de la exigencia de información al mercado. Como ya se ha señalado, aquellos destinatarios de la oferta como los Inversionistas Institucionales no requieren de la misma protección y tutela que un pequeño inversionista, por lo que no existirá motivación legal ni económica para aplicarles el mismo nivel de protección recogido para las ofertas públicas llevadas a cabo bajo el régimen general de ofertas públicas.

En la siguiente subsección identificaremos la problemática actual de nuestro mercado primario de valores y se identificará el grado de desarrollo de dicho mercado a fin de cerrar el marco general bajo el cual las ofertas primarias de valores, especialmente la de instrumentos de renta fija, se llevan a cabo en nuestro mercado a fin de poder estudiar en la subsección 2 de la presente sección a las Ofertas Híbridas.

### **1.3. Evolución del mercado de valores peruano e impacto de la regulación en el desarrollo del mercado de valores**

En el presente apartado se presentará de forma resumida a nivel estadístico el grado de desarrollo que el mercado primario de valores mobiliarios peruano ha experimentado, especialmente, el de instrumentos de renta fija, identificando para ello algunos problemas vinculados al tamaño de nuestro mercado así como el potencial que tiene para desarrollarse y crecer.

Nuestra economía y el sistema financiero experimentó en la década de los noventa una importante reforma estructural, con cambios normativos realizados a fin de liberalizar la

economía y de armonizar la regulación existente a esa fecha a los estándares de los mercados internacionales más desarrollados. Sin embargo, pese a la implementación de estas medidas y a la continuidad de estas políticas y las mejoras en la regulación; el crecimiento y tamaño de nuestro mercado comparativamente con otros mercados de países latinoamericanos como el chileno y el colombiano es mucho menor.

Así también, obtener financiamiento vía el mercado de valores, no constituye la primera de las fuentes de financiamiento si se le compara con el financiamiento que las instituciones financieras otorgan a las empresas vía créditos colocados. En efecto, el saldo vigente de los instrumentos de deuda como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB) se ha mantenido en promedio en 4.6% durante los últimos diez (10) años, mientras que los créditos otorgados por Empresas Bancarias (que superaban al cierre de agosto del año 2012 los US\$ 50,000 millones) al Sector Privado han representado en promedio el 21.5% del PIB.<sup>53</sup>

Por otro lado, nuestro país en comparación con los actuales países que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano – MILA, Chile y Colombia, en términos de capitalización bursátil está muy por debajo de ellos. De acuerdo a información difundida por el MILA, la capitalización bursátil de los mercados MILA acumula un crecimiento de 16,66% en lo que va del cierre del mes de noviembre del año 2012, pues pasó de USD \$599.271 millones en diciembre de 2011 a USD \$699.121 millones en noviembre de 2012. Sobre la participación de cada mercado en el valor de las compañías listadas en el MILA, al cierre del mes de noviembre de 2012, la distribución es la siguiente: Chile con 42,56% (Millones USD \$297.519), Colombia con 36,57% (Millones USD \$255.681) y Perú con 20,87% (Millones USD \$145.921).

En cuanto al nivel de volumen negociado total en los mercados MILA durante el mes de noviembre de 2012 se alcanzó los USD \$5.609 millones, de los cuales en términos porcentuales de participación la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) representa el 55,70% (USD \$3.124 millones), seguido por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), con 36,04% (USD \$2.021 millones), mientras que la Bolsa de Valores de Lima (BVL) su participación fue de 8,27% (USD \$464 millones). El volumen total negociado en los mercados MILA suma USD \$84.544.<sup>54</sup>

---

<sup>53</sup>ROCCA CARBAJAL, Lilian, "Nuevas Condiciones de Acceso de Emisores No Corporativos al Mercado de Valores: Mercado Alternativo de Valores – MAV" en Revista Iberoamericana del Mercado de Valores N° 37, Edición Cuatrimestral, España, Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, Noviembre 2012, pág. 2.

<sup>54</sup>Boletín Electrónico del mes de noviembre de 2012, Mercado Integrado Latinoamericano - MILA,

En el cuadro N° 1 se observa comparativamente la capitalización bursátil de las bolsas pertenecientes a los países que conforman la Federación de Bolsas Iberoamericanas - FIAB en los años 2010 y 2011. En dicho cuadro nuestro país se ubica por debajo de países como Argentina, México, Brasil, Colombia y Chile.

**Cuadro 1**  
**Capitalización Bursátil<sup>55</sup>**

País <i>Country</i>	2010			2011			Variación % 2011-2010  <i>%Change 2011-2010</i>
	Total	Domésticas <i>Domestic</i>	Extranjeras <i>Foreign</i>	Total	Domésticas <i>Domestic</i>	Extranjeras <i>Foreign</i>	
Argentina	478.389,38	63.909,79	414.479,58	374.397,90	43.579,79	330.818,11	-21,74
Bolivia	3.388,05	3.388,05	0,00	4.130,39	4.130,39	0,00	21,91
Brasil	1.547.835,61	1.545.565,66	2.269,95	1.230.048,91	1.228.936,23	1.112,68	-20,53
Chile	362.635,07	341.798,88	20.836,18	290.961,84	270.289,08	20.672,76	-19,76
Colombia	217.642,70	208.501,74	9.140,96	208.430,31	201.295,28	7.135,02	-4,23
Costa Rica	1.444,92	1.444,92	0,00	1.498,42	1.498,42	0,00	3,70
Ecuador	5.296,00	5.296,00	0,00	5.946,00	5.946,00	0,00	12,27
El Salvador	4.227,02	4.227,02	0,00	10.652,00	10.652,00	0,00	152,00
España	1.171.624,98	1.171.624,98	0,00	1.030.987,55	1.030.987,55	0,00	-12,00
México	765.988,81	454.345,26	311.643,55	630.175,36	408.689,85	221.485,51	-17,73
Panamá	8.348,00	8.348,00	0,00	10.682,00	10.682,00	0,00	27,96
Perú	160.982,08	103.347,48	57.634,61	121.573,60	81.878,19	39.695,41	-24,48
Portugal	181.133,62	82.099,54	99.034,08	133.305,21	56.335,19	76.970,01	-26,41
Uruguay	155,30	155,30	0,00	177,10	177,10	0,00	14,04
Venezuela	3.991,39	3.991,39	0,00	5.362,57	5.362,57	0,00	42,00

En aquellos países donde existe más de una bolsa miembro de la FIAB, se ha consignado el mayor valor de capitalización informado para cada período  
*For countries with more than one FIAB member Exchange, each period refers to the highest market capitalization reported*

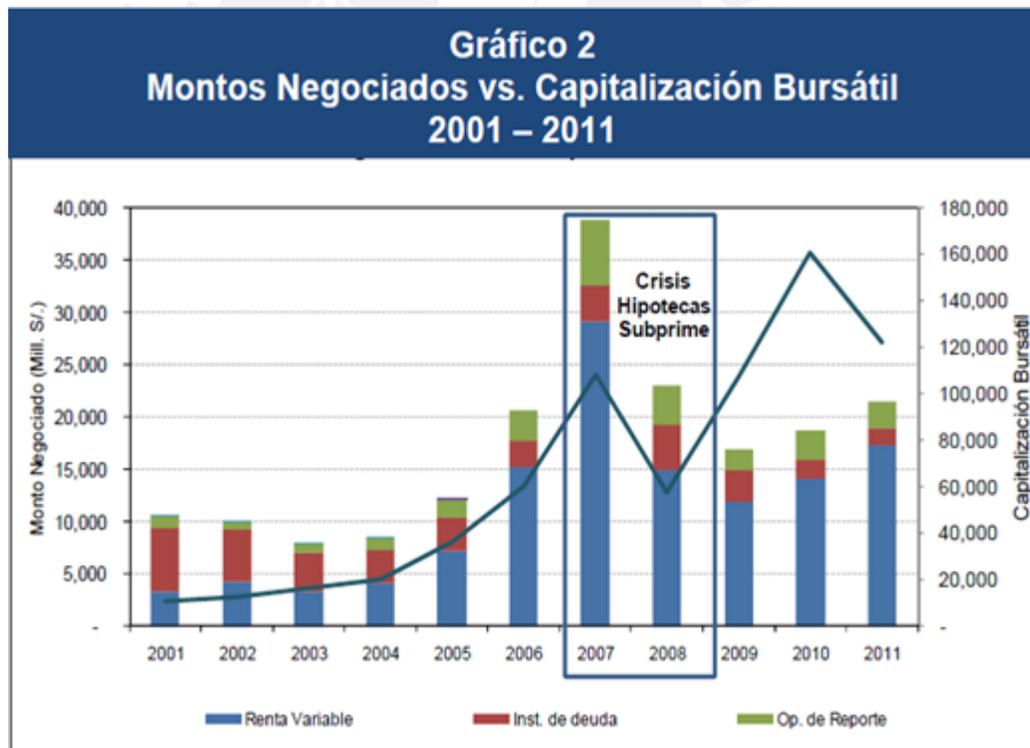
Volviendo a nuestro mercado local, observamos en el cuadro N° 2 que entre los años 2001 al 2011, a nivel de montos negociados en la Bolsa de Valores de Lima, los instrumentos de renta variable son los instrumentos con mayor frecuencia de negociación frente a los instrumentos de renta fija. En efecto, una característica de nuestro mercado de valores es que el mercado de renta variable (acciones) en comparación al mercado de renta fija (deuda) en términos de negociación secundaria es más desarrollado y tiene mayor dinamismo. No existe en la práctica un mercado secundario desarrollado de instrumentos de renta fija en el país.

Lima, Disponible en: <http://mercadointegrado.com>, (visitado 13.01.2013).

<sup>55</sup>Anuario Estadístico Fact Book 2012, Federación Iberoamericana de Bolsas – FIAB, Disponible en <http://www.fiabnet.org/es>, pág. 9 (visitado 30.09.2012).

En efecto, el mercado secundario de instrumentos representativos de deuda como son los bonos corporativos, subordinados e hipotecarios es totalmente inexistente debido a que los portafolios de los Inversionistas Institucionales, principalmente las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (en adelante, AFP) adquieren dichos títulos como una inversión a largo plazo. Dicha práctica se explica también no sólo por razones regulatorias sí no también porque no existen suficientes instrumentos financieros en el mercado que permita una rotación secundaria de estos instrumentos en el mercado secundario; sumándole que los fondos de pensiones excedentes en liquidez requieren colocar dichos fondos adquiriendo las emisiones de los pocos emisores hasta su vencimiento. De igual forma, al no existir inversionistas *retail* que participan tanto en el mercado primario como secundario de renta fija en cantidad importante, las emisiones son prácticamente adquiridas sólo por los Inversionistas Institucionales y otros Inversionistas Calificados.

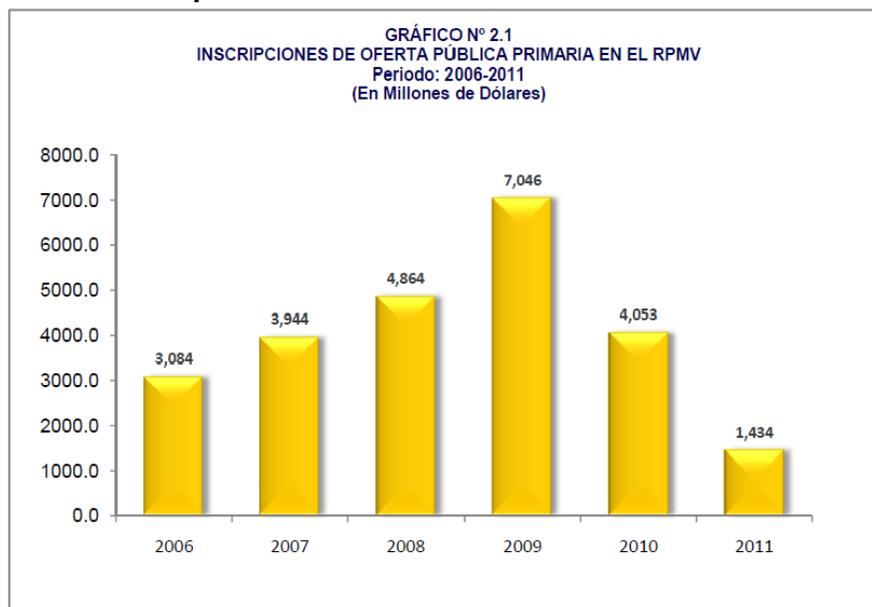
**Cuadro N° 2**  
**Montos Negociados Vs. Capitalización Bursátil<sup>56</sup>**



<sup>56</sup>Anuario Estadístico sobre el Mercado de Valores 2011, Superintendencia del Mercado de Valores - SMV, Disponible en <http://www.smv.gob.pe>, (visitado 30.09.2012).

En los cuadros N° 3 y N° 4 se detalla el monto en millones de dólares de las inscripciones por oferta pública primaria y las emisiones de deuda pública, respectivamente. Observamos que predominantemente los montos de las emisiones de deuda por parte de emisores privados superan a las emisiones de deuda pública realizadas por el Estado. Al respecto creemos que el Estado podría dinamizar el mercado de renta fija también participando como un activo emisor de valores en el mercado local, los cuales puedan ser también negociados en los mercados secundarios administrados por la Bolsa de Valores de Lima.<sup>57</sup>

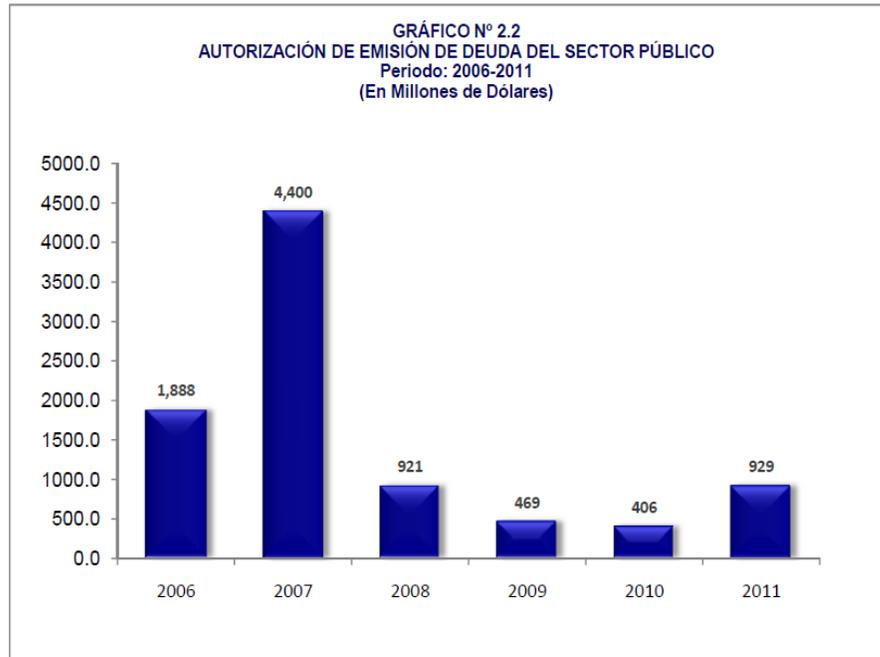
**Cuadro N° 3**  
**Inscripciones de Oferta Pública Primaria<sup>58</sup>**



<sup>57</sup> Existe la intención del Ministerio de Economía y Finanzas por desarrollar un mercado bursátil de bonos soberanos que se coloquen y se negocien secundariamente en Bolsa y que permita la posibilidad de que inversionistas *retail* puedan adquirir instrumentos de deuda pública tales como bonos soberanos o letras del tesoro, lo que en la práctica se lleva a cabo bajo un esquema de creadores de mercado y en donde únicamente participan Entidades Bancarias y Financieras y otros Inversionistas Institucionales en la adquisición de estos instrumentos.

<sup>58</sup> *Ibidem*.

### Cuadro N° 4 Emisiones del Sector Público<sup>59</sup>



Otra característica de nuestro mercado de valores es el bajo número de emisores de renta fija que ingresan al mercado. Comparativamente nuestra bolsa tiene el menor número de emisores (69 en el 2010 y 63 en el 2011) frente a bolsas como la de Buenos Aires con 159 en el año 2010 y 165 emisores en el año 2011, como figura en el cuadro N° 5. La Bolsa de Comercio Santiago por su parte registra 144 emisores el 2010 y 163 emisores el 2011, mientras que la Bolsa de Valores Colombiana registra en el año 2010, 176 y en el año 2011, 174 emisores de bonos.

<sup>59</sup> *Ibíd.*

**Cuadro N° 5**  
**Número de Emisores de Bonos de los países del FIAB<sup>60</sup>**

	2010				2011			
	Total	Emisores Domésticos <i>Domestic Issuers</i>		Emisores Extranjeros <i>Foreign Issuers</i>	Total	Emisores Domésticos <i>Domestic Issuers</i>		Emisores Extranjeros <i>Foreign Issuers</i>
		Sector Público <i>Public sector</i>	Sector Privado <i>Private sector</i>			Sector Público <i>Public sector</i>	Sector Privado <i>Private sector</i>	
Buenos Aires	159	28	130	1	165	30	134	1
Mervaros	9	0	9	0	11	0	11	0
Boliviana	52	2	50	0	51	2	49	0
BM&F Bovespa	147	7	140	0	130	6	124	0
Santiago	144	10	134	0	163	10	153	0
Colombia	176	20	150	6	174	18	151	5
Costa Rica	383	10	25	348	416	7	30	379
Guayaquil	246	3	242	1	300	3	296	1
Quito	276	7	269	0	306	7	299	0
El Salvador	24	3	15	6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mexicana	247	n.d.	n.d.	n.d.	266	n.d.	n.d.	n.d.
Panamá	71	3	65	3	82	3	76	3
Lima	69	1	67	1	63	1	61	1
Euronext Lisboa	50	10	38	2	59	10	47	2
Rep. Dominicana	20	1	18	1	20	1	18	1
Montevideo	27	4	23	0	25	4	21	0
Caracas	15	0	14	1	11	0	10	1

De la revisión de la información estadística disponible en el Portal del Mercado de Valores de la SMV, el monto de total de emisiones inscritas en el RPMV fue de US\$ 8,119,042,017 correspondiendo el 53.8% a emisiones de Bonos Corporativos, el 31.4% a Senior Notes (*Rule 144A*)<sup>61</sup>, el 8.2% a Bonos Subordinados, el 2.3% a Instrumentos de Corto Plazo, el 2.3% a Certificados de Depósito Negociables y un 1.5% a Bonos de Arrendamiento Financiero. Por su parte el monto de las inscripciones de nuevos Programas de Emisión correspondientes al año 2012 ascendió a US\$ 5,941,150,329, destacando como emisores que inscribieron Programas de Emisión de Bonos Corporativos en el RPMV, las siguientes empresas: Citibank Perú S.A., Banco Ripley, Caja Huancayo, Saga Falabella S.A, Corporación Aceros Arequipa, Red de Energía del Perú, Enersur S.A., Telefónica del Perú S.A.A. y Pluspetrol Camisea S.A. Por su parte, San Fernando S.A. inscribió un Programa de Emisión de Bonos y de Instrumentos de

<sup>60</sup> Anuario Estadístico Fact Book 2012, Ob. cit. pag.25.

<sup>61</sup> Instrumento de renta fija que forma parte de un programa de emisión o de una emisión global que tiene un tramo local o nacional y un tramo internacional el cual se rige bajo la Rule 144 A de la U. S. Securities Act of 1933 y cuya oferta se realiza bajo el marco del ROPPIA dirigido exclusivamente a Inversores Institucionales.

Corto Plazo. Asimismo, los emisores que inscribieron Programas de Emisión de Bonos de Arrendamiento Financiero fueron las empresas BanBif, Leasing Total S.A. y Banco Santander del Perú S.A.; mientras que Crediscotia Financiera S.A. y el Interbank inscribieron Programas de Emisión de Bonos Subordinados mediante la modalidad del trámite anticipado y el Banco de Comercio mediante la modalidad del trámite general<sup>62</sup>.

En cuanto a inscripciones ROPPIA que no incluyen ofertas internacionales bajo la Rule 144A de la *U. S. Securities Act of 1933*, la empresa H2OImos S.A. inscribió un Programa de Bonos Corporativos por la suma de US\$ 128,000,000 en el RPMV. Respecto a los programas de emisión inscritos vía el sistema *E-Prospectus*, fueron seis (06) emisores que utilizaron esta modalidad de trámite en el año 2012, destacando la inscripción de los Programas de Emisión de Bonos Corporativos de Saga Falabella S.A. y Telefónica del Perú S.A.A., mientras que Edelnor S.A.A. y Red de Energía del Perú inscribieron Programas de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo. Por su parte los emisores, Banco Falabella del Perú S.A. y Empresa Financiera Edyficar S.A optaron por inscribir Programas de Certificados de Depósito Negociables.<sup>63</sup>

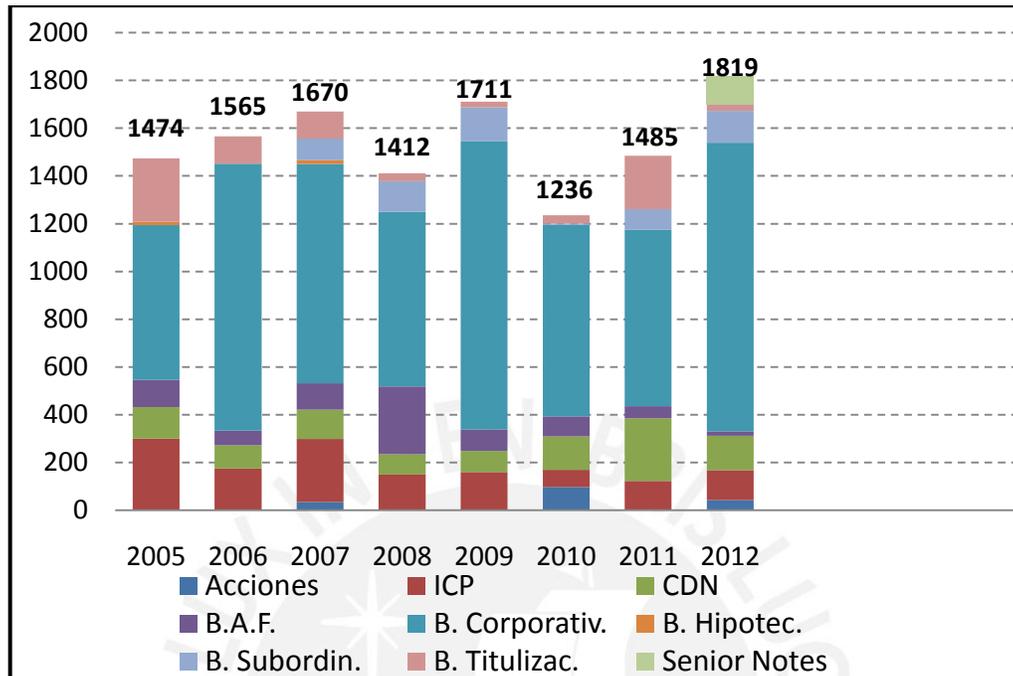
Con relación al tipo de instrumentos de renta fija que los emisores colocan en nuestro mercado observamos que los emisores tienen una predilección por instrumentos de renta fija de largo plazo. Podemos observar en el cuadro N° 6 que entre el año 2005 a la fecha, los bonos constituyen el instrumento con mayor monto emitido en comparación a los instrumentos de corto plazo. Así también, los bonos corporativos constituyen la clase de instrumento más utilizado por los emisores para financiarse.

---

<sup>62</sup>Reporte Mensual del Mercado de Valores – Diciembre 2012, Superintendencia del Mercado de Valores - SMV, Disponible en <http://www.smv.gob.pe>, (visitado 13.01.2012).

<sup>63</sup>Ibidem.

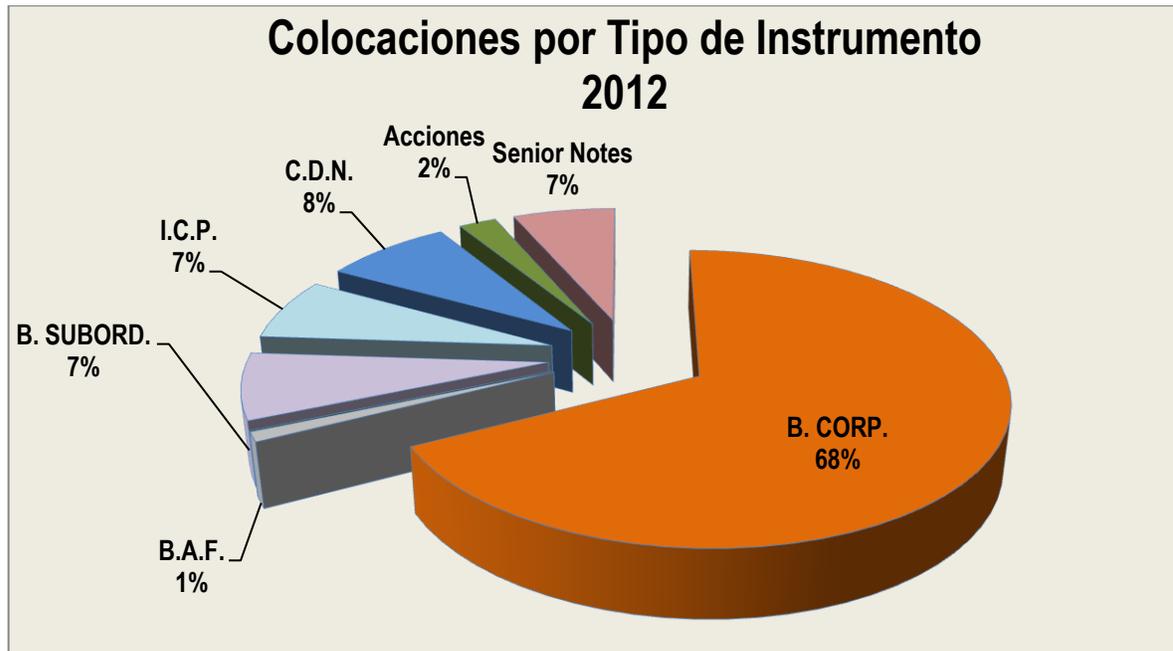
**Cuadro N° 6**  
**Monto de Colocaciones por tipo de instrumento 2005 – 2012<sup>64</sup>**



En el Cuadro N° 7 se muestra al cierre del año 2012 los tipos de instrumentos emitidos por los emisores en nuestro mercado. Del total emitido por oferta pública, el 68% corresponde a bonos corporativos, el 8% a certificados de depósito negociables, el 7% a bonos subordinados, otro 7% a *senior notes*, y un 7% a instrumentos de corto plazo y el resto a otros instrumentos financieros.

<sup>64</sup>Información elaborada a partir de los Reportes Mensuales del Mercado de Valores del 2005 al 2012. Disponible en <http://www.smv.gob.pe>.

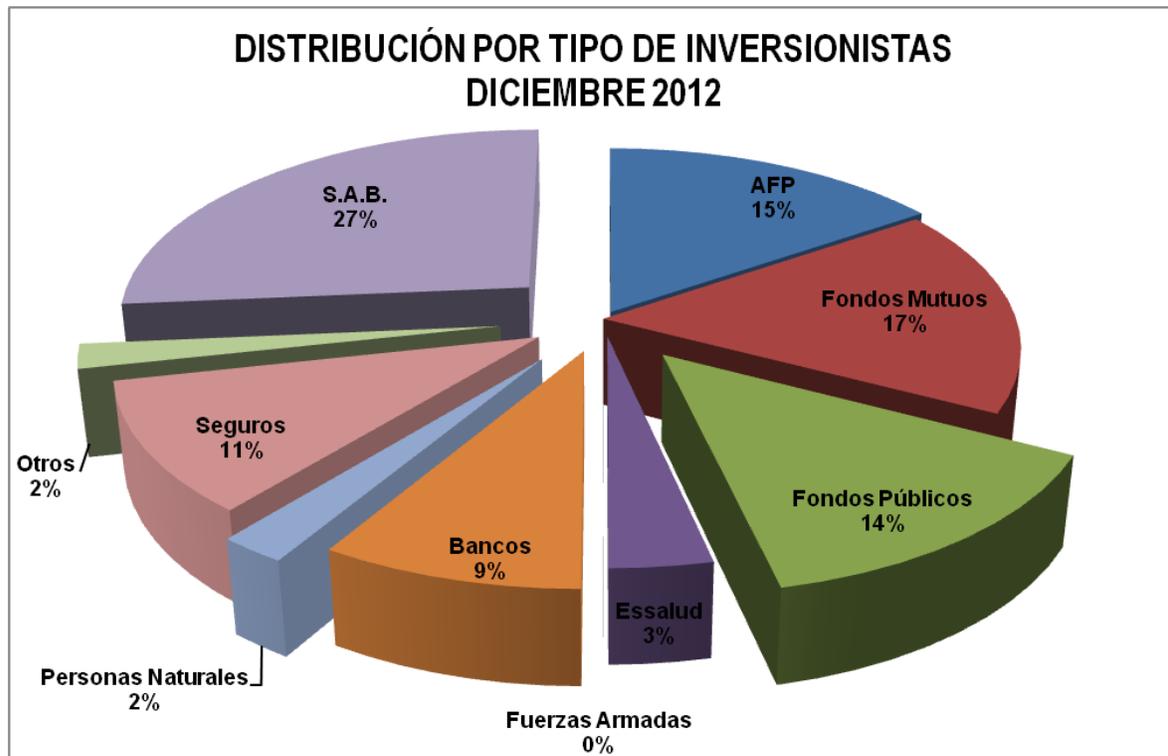
Cuadro N° 7  
Tipos de instrumentos colocados el 2012<sup>65</sup>



En el cuadro N° 8, podemos observar la composición de la demanda de los instrumentos emitidos mediante oferta pública primaria en el mes de diciembre de 2012. Las sociedades agentes de bolsa participan con un 27%, los fondos mutuos con un 17%, las AFP participan con un 15% del mercado, las empresas de seguros con un 15%, los fondos públicos con un 14%, los Bancos con un 9%, Essalud con un 3%, las personas naturales con un 2%, otros inversionistas con un 2% y las Fuerzas Armadas con un 0%.

<sup>65</sup>Información elaborada a partir de los Reportes Mensuales del mercado de Valores del año 2012. Disponible en <http://www.smv.gob.pe>.

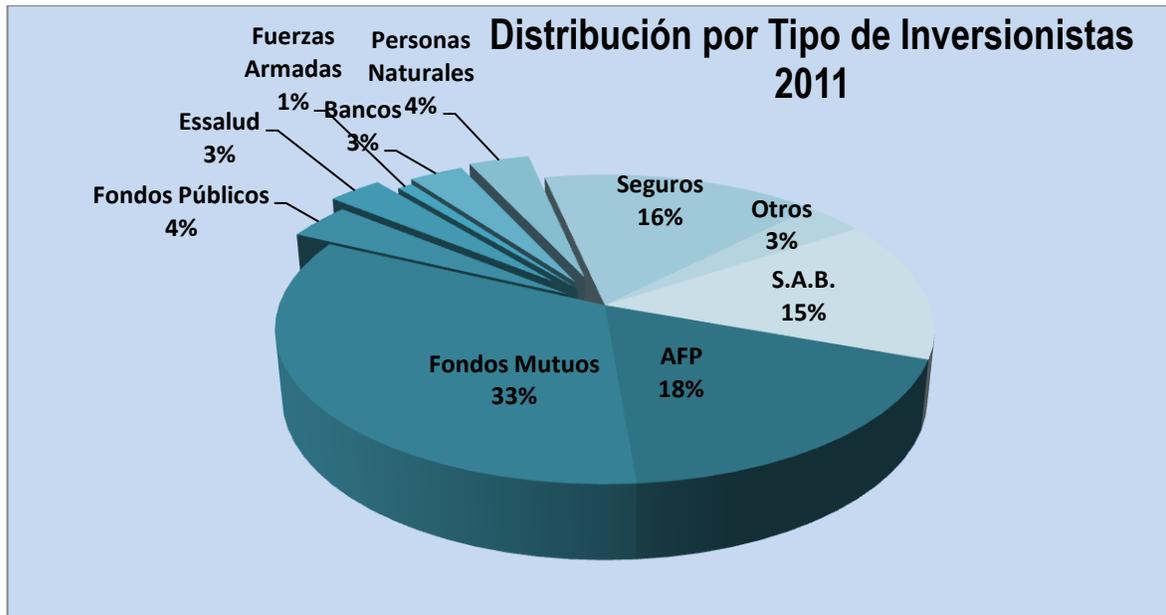
**Cuadro N° 8**  
**Inversionistas que participaron en colocaciones primarias durante el mes diciembre de 2012<sup>66</sup>**



De igual forma, en el Cuadro N° 9 y Cuadro N° 10 observamos cómo se compone la demanda por instrumentos emitidos mediante oferta pública primaria durante los años 2011 y 2012, destacándose que son los Inversionistas Institucionales quienes participan en promedio con el 95% de la demanda. Esta información es sumamente importante para la presente investigación puesto que indudablemente los principales adquirentes de los valores ofertados mediante oferta pública primaria son las AFP y las empresas de seguros; mientras que las personas naturales solo participan con porcentajes mínimos de 4% y 2% los años 2011 y 2012, respectivamente.

<sup>66</sup>Reporte Mensual del Mercado de Valores – Diciembre 2012, Lob. cit.

**Cuadro N° 9**  
**Inversionistas que participaron en colocaciones durante el 2011<sup>67</sup>**



**Cuadro N° 10**  
**Inversionistas que participaron en colocaciones durante el 2012<sup>68</sup>**

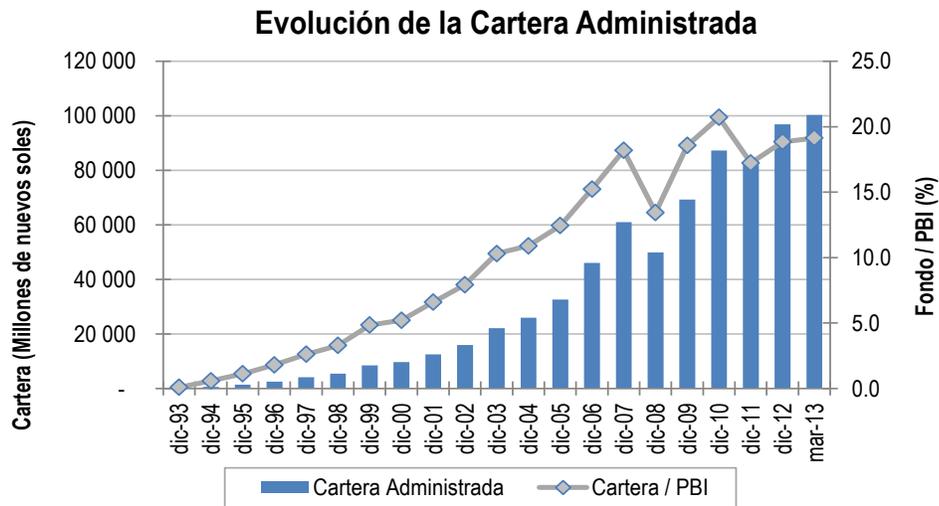


<sup>67</sup> Información elaborada a partir de los Reportes Mensuales del mercado de Valores del año 2011. Disponible en <http://www.smv.gob.pe>.

<sup>68</sup> Información elaborada a partir de los Reportes Mensuales del mercado de Valores del año 2012. Disponible en <http://www.smv.gob.pe>.

Como se ha señalado uno de los principales Inversionistas Institucionales que participa activamente en nuestro mercado lo constituyen las AFP. La cartera administrada por las AFP al cierre del primer trimestre del 2013 asciende a S/. 100, 347 millones. De la revisión del Cuadro N° 11 se observa el crecimiento constante de la cartera administrada por las AFP desde el mes de diciembre al primer trimestre del año 2012, destacando que esos S/. 100, 347 millones representan un porcentaje de 19.1% del PBI y un aumento de 11.3% sobre el nivel registrado en marzo de 2012<sup>69</sup>

**Cuadro 11<sup>70</sup>**  
**Evolución de la Cartera Administrada por las AFP al cierre del primer trimestre del año 2013**



Teniendo en cuenta la naturaleza especial de nuestro mercado de valores, es fácilmente identificable que los Inversionistas Institucionales son quienes adquieren la mayor cantidad de valores emitidos por oferta pública. Considerando ello, creemos que es posible establecer una vía rápida de financiamiento entre emisores e Inversionistas Institucionales a través de la implementación de las Ofertas Híbridas. En efecto, con el desarrollo de las Ofertas Híbridas, a diferencia del esquema actual del ROPPIA, nuevos emisores podrán incorporarse al mercado, dirigiendo sus ofertas exclusivamente a Inversionistas Institucionales o Acreditados, los cuales tendrían a su disposición un mayor número de instrumentos para invertir. Como se desarrollará

<sup>69</sup>Reporte Evaluación del Sistema Privado de Pensiones al Primer Trimestre de 2013, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP – SBS, Disponible en <http://www.sbs.gob.pe>, (visitado 12.05.2013).

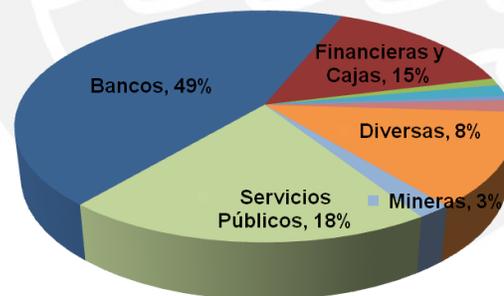
<sup>70</sup> Ibídem.

en las siguientes secciones se requiere de un tipo de oferta que brinde una respuesta a la realidad de nuestro mercado primario de valores, el cual requiere de un modelo de oferta flexible y atractivo que incentive el ingreso y la permanencia en el mercado a nuevos emisores así como amplíe las opciones de financiamiento para los emisores que ya tienen valores inscritos en el RPMV. Por el lado de la demanda, dicho modelo implicaría que estas ofertas se dirijan a un segmento del público destinatario de la oferta constituido por Inversionistas Institucionales e Inversionistas Acreditados que no requieren del mismo grado de tutela que un pequeño inversionista.

En el cuadro N° 12 se observa la distribución de los emisores por subsectores de la economía al 31 de diciembre de 2012 que decidieron acceder al mercado primario para levantar recursos. Las empresas bancarias y las empresas financieras destacan en su participación en este mercado con 49% y 15% de participación respectivamente. Por otro lado, las empresas de servicios públicos participan con un 18%.

**Cuadro N° 12**  
**Distribución por Subsectores – Colocaciones Primarias<sup>71</sup>**

**Colocaciones de Oferta Pública Primaria**  
Distribución por Subsectores  
Al 31 de diciembre de 2012



De lo expuesto hasta el momento podemos observar que nuestro mercado de valores en comparación a otros mercados regionales es pequeño en términos de liquidez y de profundidad. Muestra un mayor desarrollo en la negociación de renta variable que en la negociación de instrumentos de renta fija, pero a nivel de emisiones primarias predominan las colocaciones de instrumentos representativos de deuda. Así también, el mercado primario adolece de nuevos emisores e instrumentos que puedan ser absorbidos por los fondos

<sup>71</sup>Reporte Mensual del Mercado de Valores – Diciembre 2012, Lob. cit.

administrados por los Inversionistas Institucionales siendo las AFPs el principal actor en nuestro mercado. Asimismo, se observa que potencialmente la emisión de los bonos constituyen el medio de financiamiento más común que los emisores utilizan<sup>72</sup>.

Especialistas del mercado de valores así como estudios económicos revelan que un elemento importante para promover el ingreso de nuevos emisores al mercado es la flexibilización de los regímenes de oferta pública.<sup>73</sup> En función a ello, la regulación no debería ser un obstáculo para la inversión, ni mucho menos ser percibida como un generador de sobrecostos al emisor. Es claro que un nuevo emisor cuando va a ingresar al mercado de valores, como lo ha revelado el BCR en su estudio denominado el “Costo del Crédito en el Perú” (Junio 2006) así como el Instituto Peruano de Economía – IPE en su Estudio denominado “Evaluación de cambios normativos orientados a reducir el costo administrativo de la inscripción de valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores”, asume importantes costos fijos y variables producto de su decisión de incorporarse y financiarse en el mercado público de valores, como los costos de estructuración, procesos de *due diligence* tanto legales, contables y financieros, honorarios de abogados, auditores, pagos al representante de obligacionista si los instrumentos a emitirse son bonos, pagos a las clasificadoras de riesgo, gastos regulatorios (tasas de inscripción, pagos a la BVL y a CAVALI), entre otros. Dichos costos se diluirán en la medida que los montos a emitirse sean más grandes; por lo que, en principio, muchas de las pequeñas y medianas empresas debido a estos costos de entrada les resulta más rentable no ingresar al mercado de valores y acudir directamente al sistema bancario donde obtendrán una mejor tasa de interés.

En los cuadros N° 13 y N° 14 elaborados por el IPE se detallan los costos que un emisor asumiría respecto de la emisión de bonos por montos de US\$ 5 millones, US\$ 10 millones, US\$ 40 y US\$ 150 millones, considerando dos rangos de costos uno inferior y otro superior<sup>74</sup>.

---

<sup>72</sup>Cabe precisar que existe un mercado muy grande de emisiones efectuadas fuera del territorio nacional bajo la *Rule 144A de la US. Securities Act of 1933* o solo bajo la *Regulation S offshore* que no se inscriben como oferta pública en Perú y que en los últimos años ha colocado alrededor de US\$ 3 billones, sin considerar bonos ni subordinados. Destaca la emisión internacional de *bonos senior* por la suma de US\$ 300 millones a una tasa de 6.50% y un vencimiento al 2022 efectuada por el Grupo peruano AJE bajo la *Rule 144A de la US. Securities Act of 1933* el mes de mayo del año 2012.

<sup>73</sup>DEL VALLE, Clemente y MOLINA, Gutiérrez “Promoción del Mercado de Bonos Corporativos en los Países Emergentes”, En: *Capitales*, N° 45 Lima, abril, 2012, págs. 8-9 y COOPER, Claudia, “Potential Impact of Capital Market Reforms in Peru on Financial Market Efficiency and Firm’s Productivity”, Universidad del Pacífico - Research Center, Lima, 2011, págs 20-31.

<sup>74</sup> Instituto Peruano de Economía – IPE, Ob. Cit. págs. 30-31.

**Cuadro N° 13**  
**Costos de Emisión de Bonos “Plain Vanilla”**  
**en el Mercado de Valores Peruano – Rango inferior**

Costos (US\$)	Valor de la emisión (US\$ millones)			
	5	10	40	150
I. Preparación de la oferta pública	76,630	72,930	94,030	103,130
II. Inscripción y colocación	29,592	51,467	122,717	213,967
Costo total de efectuar la emisión	106,222	124,397	216,747	317,097
% del monto de emisión	2.12%	1.24%	0.54%	0.21%
III. Costos recurrentes anuales luego de la emisión	50,700	50,400	82,600	132,800
% del monto de emisión	1.01%	0.50%	0.21%	0.09%

**Cuadro N° 14**  
**Costos de Emisión de Bonos “Plain Vanilla”**  
**en el Mercado de Valores Peruano – Rango superior**

Costos (US\$)	Valor de la emisión (US\$ millones)			
	5	10	40	150
I. Preparación de la oferta pública	123,730	125,230	150,330	162,530
II. Inscripción y colocación	60,592	112,467	323,717	814,967
Costo total de efectuar la emisión	184,322	237,697	474,047	977,497
% del monto de emisión	3.69%	2.38%	1.19%	0.65%
III. Costos recurrentes anuales luego de la emisión	88,900	88,600	124,600	162,800
% del monto de emisión	1.78%	0.89%	0.31%	0.11%

No obstante, que la presente investigación no se centra en el análisis de tales costos, es relevante exponerlos y presentarlos porque resulta necesario que la regulación, vinculada a las emisiones primarias, no se convierta en un sobrecosto a ser asumido por los emisores. La sobrerregulación o la aplicación arbitraria de disposiciones en pro, exclusivamente, del inversionista como un todo sin diferenciar que en el mercado de valores la protección total de las normas debe centrarse sobre el pequeño inversionista y no sobre el Inversionista Institucional.

Es por ello, que la problemática de nuestro mercado primario descrita hasta el momento, puede ser revertida a partir de la estructuración de un modelo de Oferta Híbrida como se evaluará en las secciones tres y cuatro de la presente investigación, la cual supone la creación de un tipo de oferta que incorpore en sus presupuestos y diseño la necesidad de dar una protección diferenciada a los inversionistas destinatarios de la oferta, Inversionistas Institucionales y otros

Inversionistas Sofisticados. Lo cual ocurrirá no sólo con la flexibilización de requisitos y formalidades para la inscripción de un valor, con el cambio del rol paternalista del Estado en la aprobación y la revisión de la documentación de la oferta; sino también durante el tiempo de maduración del instrumento mediante la reducción de las exigencias informativas al mercado. Es por ello que con la implementación de un modelo de Oferta Híbrida se espera tener una herramienta importante que permita ampliar el número de emisores y las emisiones en nuestro mercado.

En la siguiente sección se explicará y detallará las características que las Ofertas Híbridas tienen a partir de la revisión de las experiencias exitosas de jurisdicciones de países que efectuaron cambios y modificaciones a sus esquemas regulatorios adoptando para ello esquemas de flexibilización y simplificación en las ofertas primarias de valores (en adelante, los Casos Exitosos).

## **2. Las Ofertas Híbridas**

En la presente subsección detallaremos las principales características, desarrollo y evolución de las Ofertas Híbridas a partir de la revisión de algunos Casos Exitosos.

Para tal efecto, en la revisión a efectuarse se estudiarán algunos de los países elegidos por el Banco Mundial en su estudio denominado “*Select Country Practices in Primary Market Regulation of Corporate Bonds*” (noviembre 2011) como son Brasil, Estados Unidos de Norteamérica (EE.UU,) y la Unión Europea (UE), para determinar las características y tendencias de las Ofertas Híbridas.

### **2.1 Características, desarrollo y evolución de las Ofertas Híbridas**

Los mercados de valores dado su dinamismo y la exigencia de sus participantes para que se creen mecanismos que permitan canalizar eficientemente los recursos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios, han llevado a que la regulación asociada a las ofertas públicas primarias se adecuen a la realidad de los mercados, la cual exige mayor dinamismo en las operaciones de financiamiento de nuevos proyectos y de empresas.

Los emisores de valores buscan obtener financiamiento de forma rápida, exigiendo una tasa de interés competitiva frente a la que pudiera obtener del sistema bancario, debiendo para ello cumplir con las exigencias y obligaciones que la regulación establezca para poder acceder al financiamiento. Por su parte, los inversionistas buscan invertir en proyectos atractivos

esperando obtener una rentabilidad acorde a la percepción del riesgo del valor u instrumento que van adquirir y esperan que la regulación no les genere barreras o sobrecostos. Ambas partes, en la medida que exista un marco regulatorio atractivo y flexible contratarán; en caso contrario, no se llevará a cabo ninguna transacción o si se realiza, se ejecutará en términos más costosos para ellas, por lo que se requiere que la regulación sobre ofertas públicas primarias de valores dada su trascendencia en la economía de los países, promueva que los mercados primarios sean flexibles, especialmente, el de instrumentos representativos de deuda, ya que así se facilitará su crecimiento, y el acceso a este mercado será más fácil y menos costoso.

En este punto, cabe precisar que de acuerdo a Clemente del Valle y Alejandra Gutiérrez, al comentar de qué forma se puede otorgar flexibilidad al mercado primario, al respecto refieren que se debe tener en cuenta dos aspectos fundamentales para lograrlo: a) incrementar la eficiencia del régimen de oferta pública, mediante la reducción de los requerimientos y el tiempo de aprobación, e introduciendo opciones de vía rápida, y b) desarrollar alternativas de emisión como son las emisiones privadas o los regímenes híbridos.<sup>75</sup> En relación a ello, consideramos que en la medida que las normas sobre ofertas públicas puedan ofrecer flexibilidad para el financiamiento de empresas en el mercado primario es posible que dicho mercado pueda crecer y permitir que nuevas empresas accedan a dicho mercado por las ventajas que ofrecen frente a un régimen netamente privado o de un régimen general de oferta pública.

Al respecto, las Ofertas Híbridas no sólo conllevan a una reducción y flexibilización de las exigencias regulatorias para la inscripción de un valor, sino a un cambio de concepción del rol del regulador atendiendo que los inversionistas que participan en estas ofertas son Inversionistas Institucionales e Inversionistas Sofisticados que requieren de una protección menor que la de un inversionista *retail*, motivo por el cual la regulación debe ser para este tipo de ofertas flexible y diferenciada.

Las Ofertas Híbridas o Profesionales constituyen una conceptualización que engloba características tomadas tanto de las ofertas públicas como de las ofertas privadas de valores, a partir de las cuales se construye un nuevo modelo intermedio, denominado Oferta Híbrida. Al

---

<sup>75</sup> DEL VALLE, Clemente y MOLINA, Gutiérrez "Promoción del Mercado de Bonos Corporativos en los Países Emergentes", En: Capitales, N° 45 Lima, abril, 2012, pág. 9.

respecto, como ya se ha mencionado, el Banco Mundial ha desarrollado este concepto a partir del estudio de regímenes regulatorios de países emergentes y desarrollados<sup>76</sup> en donde se establecieron determinados cambios y reformas regulatorias que buscaron dotar de mayor flexibilidad y rapidez a las emisiones primarias de bonos corporativos estableciendo para ello excepciones a sus regímenes generales de ofertas públicas o regulando con mayor intensidad a las ofertas privadas. En efecto, de acuerdo con el estudio del Banco Mundial se ha señalado que las Ofertas Híbridas legalmente no existen como definición en ninguna jurisdicción. Cada país tiene su propio régimen o regulación oficial construida a partir de las particularidades de sus mercados en donde han efectuado las variaciones correspondientes a sus regímenes públicos y privados típicos<sup>77</sup>.

De acuerdo con el Banco Mundial, las Ofertas Híbridas se caracterizan principalmente por lo siguiente: (a) excepción de presentación del Prospecto Informativo completo, y (b) acceso a la negociación en los mercados secundarios pero sujeto a determinadas condiciones.<sup>78</sup> En el régimen general de ofertas públicas el Prospecto Informativo constituye el documento central de la oferta así como el requerimiento regulatorio sobre el cual el regulador ejerce sus facultades de supervisión y de control mediante la revisión, observación y aprobación como paso previo antes de su distribución pública entre el público objetivo. Por su parte en cuanto a la negociación secundaria de estos valores, en los regímenes generales de ofertas públicas, la colocación primaria de los valores se lleva a cabo por general de forma extrabursátil (OTC) existiendo la posibilidad de efectuarse también en mecanismos centralizados de negociación. En cuanto a su negociación secundaria esta puede llevarse a cabo en mecanismos centralizados de negociación si se encuentran listados en alguna Bolsa o de forma extrabursátil (OTC). Para el caso de la Ofertas Híbridas, ambas consideraciones se flexibilizan y se atenúan a fin de dar paso a un esquema especial de oferta que comparativamente con el régimen general de oferta pública contiene menores exigencia regulatorias durante la inscripción y de forma posterior a la oferta puesto que el rol de regulador se encuentra limitado.

Cabe señalar también que las Ofertas Híbridas poseen elementos claves que permiten diferenciarlas de las ofertas públicas y de las ofertas privadas tales como los inversionistas, la

---

<sup>76</sup>Los países objeto de la evaluación del Banco Mundial fueron Estados Unidos, Unión Europea, Brasil, Chile, India, Malasia y Tailandia.

<sup>77</sup>WORLD BANK GROUP, *Select Country Practices in Primary Market Regulation of Corporate Bonds*. DRAFT, Noviembre 2011. pág. 5.

<sup>78</sup> ÍDEM. pág.6.

documentación solicitada por el regulador, la aprobación del regulador, la negociación secundaria, la divulgación continua de información y las disposiciones de lucha antifraude, de acuerdo a lo detallado por el Banco Mundial.<sup>79</sup>

El primer elemento clave de las Ofertas Híbridas, de acuerdo al estudio del Banco Mundial y que permite diferenciarlas de las ofertas públicas y también de las ofertas privadas, se encuentra vinculado con el público objetivo destinatario de la oferta constituido por los inversionistas que acceden a este mercado. Al respecto, estas ofertas se dirigen únicamente a Inversionistas Calificados conformados por Inversionistas Institucionales o también por Inversionistas Sofisticados que cuentan con un alto grado de conocimiento del mercado.<sup>80</sup> Por consiguiente, este régimen es uno en donde el nivel profesional de los inversionistas permite desarrollar flexibilidad en los esquemas de regulación de la oferta y su registro, en atención a que estos inversionistas se encuentran en mejor capacidad que un inversionista *retail* para afrontar los costos de transacción y la asimetría informativa, derivado de la naturaleza especial del mercado de valores.

Respecto a la información a ser presentada al regulador y la necesidad de aprobación o no por parte de este, en las Ofertas Híbridas existen varias posibilidades de acuerdo a lo detallado por el Banco Mundial, desde cumplir con todas las exigencias de revelación de información que deben estar contenidas en el prospecto o documento informativo y a la vez eliminando la aprobación regulatoria, de dicho documento; o presentar el prospecto informativo de forma simplificada, o también solo informar al regulador antes o después de efectuada la oferta, no requiriéndose tampoco de ninguna aprobación, o esta última puede ser automática. Así también, se requerirá de la presentación de determinada información si los valores van a ser listados en bolsa.<sup>81</sup>

De lo revisado, en los regímenes híbridos, el rol del regulador respecto a la exigencia de información para efectuar el trámite de inscripción así como posterior es mucho más flexible y la actuación del regulador es más rápida a diferencia de los esquemas tradicionales de los regímenes generales de ofertas públicas donde se requieren de plazos mayores para que el regulador pueda evaluar la documentación presentada, especialmente el prospecto informativo. Ello es así porque el rol del regulador en las Ofertas Híbridas se acota en la revisión de los

---

<sup>79</sup> ÍDEM pág. 8.

<sup>80</sup> ÍDEM pág. 10.

<sup>81</sup> ÍDEM pág. 10-12.

documentos y en la posibilidad de efectuar observaciones o enmiendas, actividades que podrían dilatar el trámite de inscripción impidiendo el acceso oportuno de los emisores a opciones de financiamiento.

En cuanto a la negociación secundaria de los valores emitidos en estas Ofertas Híbridas, el Banco Mundial ha señalado que es característico en estas ofertas el fácil acceso a los mercados secundarios de preferencia OTC, restringiéndose la negociación de los valores únicamente entre la misma clase de inversionistas que participaron de la colocación primaria como son los Inversionistas Institucionales, los Inversionistas Calificados y los “*high net worth investors*”<sup>82 83</sup>.

Así también, otro elemento clave de las Ofertas Híbridas a partir de la conceptualización realizada por el Banco Mundial lo constituyen las medidas de lucha contra el fraude, producto de la información contenida y revelada en los prospectos o documentos informativos y en el proceso de la oferta, al igual que en los regímenes generales de ofertas públicas. Dichas medidas se ven reflejadas en la regulación específica que hace responsables a emisores e intermediarios sobre la veracidad y la precisión de la información contenida en la documentación de la oferta, encontrándose la autoridad competente del mercado de valores facultada para hacerla cumplir.<sup>84</sup> Destaca la normativa sobre lucha contra el fraude desarrollada por los Estados Unidos, esquema que castiga el fraude llevado a cabo con la información (falsedad u omisión) proporcionada por los emisores e intermediarios en los mercados y que comprende no sólo a las ofertas públicas sino a las colocaciones privadas.

Cabe señalar también que por su parte Clemente del Valle y Alejandra Gutiérrez señalan que la adopción de regímenes híbridos implica una disminución de los requerimientos de divulgación de la información, se limita el rol de los reguladores en el proceso de aprobación del instrumento, permite mercados secundarios sin restricciones para los inversionistas profesionales y se continúa con el suministro continuo de las protecciones contra el fraude por el regulador.<sup>85</sup>

---

<sup>82</sup> Los *high net worth investors* son aquellos inversionistas individuales o que son parte de una familia con un patrimonio e ingresos muy grandes que invierten habitualmente en el mercado de valores.

<sup>83</sup> WORLD BANK GROUP, Óp. Cit. pág.13.

<sup>84</sup> ÍDEM pág. 14.

<sup>85</sup> DEL VALLE, Clemente y MOLINA, Gutiérrez Loc. Cit. pág. 9.

Para mayor detalle y comparación entre las Ofertas Híbridas con las ofertas públicas y ofertas privadas presentamos a continuación el siguiente cuadro elaborado por el Banco Mundial (cuadro N° 15) que muestra las diferencias y en algunos casos las similitudes entre estos tres (03) regímenes de ofertas verificándose que este régimen Híbrido efectivamente toma elementos de ambos tipos de ofertas.

**Cuadro N° 15**  
**Cuadro Comparativo de los regímenes público, privado e híbrido<sup>86</sup>**

Characteristic	Issuance Regimes		
	Pure Private	Pure Public	Professional (Hybrid)
<b>Investors</b>	Typically restricted in number  Sometimes also restricted according to level of professionalism	No restrictions  Open to institutional, professional and retail investors	Typically restricted according to level of professionalism  Often only qualified or institutional investors are eligible  Sometimes also restricted in number
<b>Offer documentation to the regulator / SRO</b>	Typically none <sup>2</sup>	Submission of a full prospectus	Exemption from submission of a full prospectus  Sometimes simplified or short-form prospectus or a basic information notice is required
<b>Regulatory approval</b>	None	Required.  Timing of approval varies but requires thorough review by the regulator	Typically none  If required, typically automatic or only a few days.
<b>Secondary market trading</b>	Highly restricted  If any, OTC.	Unrestricted  Exchange and OTC	Typically restricted to qualified investors, but freely tradable among this group of investors  Usually OTC
<b>Continuous disclosure requirements</b>	None	Full requirements	Typically simplified requirements
<b>Antifraud provisions<sup>1</sup></b>	None	Apply	Typically apply

<sup>86</sup>WORLD BANK GROUP, Óp. cit. pág.7.

*Note 1: Antifraud provisions refer to responsibilities of issuers and intermediaries, enforced by the regulator, to present accurate and truthful information during the offering process and in offering documents so as not to mislead investors.*

*Note 2: While issuers of pure private placements are typically not required to file anything with the securities regulator, they do provide offer documentation to target investors. The content of such documentation is based on market practice and is typically agreed upon between the issuer and its investors rather than mandated by the regulator”.*

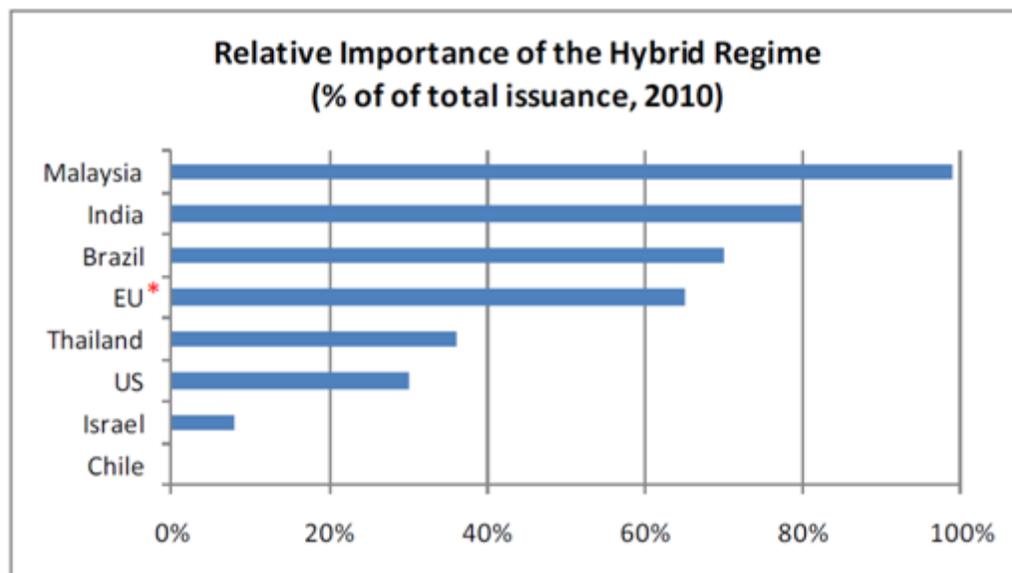
Al respecto, podemos destacar de dicho cuadro comparativo que las características claves que identifican que una oferta califica como pública, privada o Híbrida, como son el rol del regulador en la aprobación de los trámites de inscripción y la revisión del prospecto informativo, los requerimientos y requisitos para la inscripción y la exigencia de presentación de información periódica, en los regímenes Híbridos, tales características o no existen o son muy flexibles en atención a que el público objetivo de estas ofertas no es cualquier público, sino que está conformado por Inversionistas Calificados o Inversionistas Institucionales.

En efecto, las Ofertas Híbridas suponen la flexibilización y reducción de las exigencias regulatorias que pueden suprimirse sin afectar la protección de los inversionistas y del mercado ya que como contrapartida a dicha flexibilización existe un reforzamiento de las responsabilidades de los sujetos participantes en estas ofertas tales como los estructuradores, agentes colocadores y clasificadoras de riesgo, a fin de generar confianza en los mercados primarios de valores para que dicho mecanismo de financiamiento rápido y flexible sea utilizado por las empresas.

De lo revisado podemos concluir preliminarmente que las Oferta Híbridas se caracterizan por ser ofertas especiales de valores que se estructuran indiferentemente bajo excepciones aplicables a regímenes generales de ofertas públicas o estableciendo mayores requerimientos regulatorios a las ofertas privadas de valores; reducen al mínimo los requisitos y las exigencias regulatorias para iniciar un trámite de inscripción de valores (procedimientos automáticos o de muy corto plazo) y por una limitada o inexistente obligación de revelación de información periódica y eventual posterior a la inscripción del valor y la realización de la oferta pública. Así también, se caracterizan porque la regulación y la supervisión por parte del regulador es menos intensa en estas ofertas, pues son dirigidas exclusivamente a Inversionistas Institucionales o a Inversionistas Sofisticados y no al público *retail*, y existe un mercado secundario para estos valores (preferentemente OTC), restringido para su negociación sólo entre Inversionistas Institucionales o Inversionistas Sofisticados, que los adquieren.

Es importante señalar, que los regímenes Híbridos revisados por el Banco Mundial tienen una importancia fundamental en las economías y mercados primarios de valores de las jurisdicciones revisadas. En el cuadro N° 16 observamos el grado de importancia de los regímenes Híbridos destacándose que en Malasia, India, Brasil y Tailandia representa el 99%, 80%, 70% y 36% del total de emisiones llevadas a cabo en tales jurisdicciones, respectivamente. Por su parte para los Estados Unidos y la Unión Europea el régimen Híbrido comprende el 30% y el 65%, respectivamente, de las emisiones.

**Cuadro N° 16**  
**Importancia de los Regímenes Híbridos en términos porcentuales del total de emisiones llevadas a cabo el 2010<sup>87</sup>**



\* Estimate based on a proxy of offers with a minimum unit denomination of €50,000.

Finalmente, es pertinente resaltar conforme lo ha señalado el Banco Mundial sobre los regímenes Híbridos que el hecho de contar con requerimientos regulatorios simplificados no significan ausencia total de “*disclosure*” y que tampoco constituye un contra sentido a lo ocurrido con la crisis financiera del 2008, puesto que los estándares de información exigidos por los Inversionistas Institucionales equiparan e incluso superan el exigido por la regulación y, por otro lado, la normativa aplicable a las emisiones de bonos corporativos de países con mercados emergentes se caracteriza por tener reglas muy excesivas por lo que la aplicación de flexibilidades contribuye a su crecimiento. Asimismo, señala que a raíz de la crisis del 2008

<sup>87</sup> ÍDEM pág. 15.

debe tenerse presente al momento de regular la distinción entre la regulación aplicable a los Inversionistas Profesionales y la aplicable a los inversionistas *retail*.<sup>88</sup> En ese sentido, debe quedar claro que la introducción de este régimen Híbrido, el cual constituye una excepción al régimen general de ofertas públicas, no significa una liberalización total de las ofertas primarias sino que debe establecerse un balance necesario entre la flexibilidad de la regulación y la exigencia de responsabilidades a los participantes de estas ofertas. Si bien la información revelada al mercado va a ser menor que el que se presenta en un régimen general de oferta pública, careciendo del atributo de la suficiencia en la información difundida; a nivel privado, los Inversionistas Institucionales con el emisor acuerdan un régimen de información ajustado a las necesidades específicas de tales inversionistas, restableciendo e incluso mejorando la calidad de la información.

En la subsección siguiente con la revisión de determinados Casos Exitosos podremos comprender mejor la naturaleza de las Ofertas Híbridas a partir de la revisión de la normativa aprobada para tal efecto.

## **2.2 Experiencias de países donde los modelos de Ofertas Híbridas han tenido relativamente éxito**

La implementación de las Ofertas Híbridas pueden llevarse a cabo a partir de exenciones al régimen general de ofertas públicas como en los casos de Brasil y la Unión Europea o mediante ofertas privadas que pueden acceder a su negociación secundaria y que no son ofertas públicas como los casos de Estados Unidos, Malasia y Tailandia.

### **2.2.1 Brasil**

Las Ofertas Híbridas en Brasil se implementaron en el año 2009, a través de la aprobación de la Instrucción CVM N° 476, del 16 de enero de 2009, aprobada por la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil (en adelante, CVM). Esta norma constituye una excepción al régimen general de ofertas públicas regulado en la Instrucción CVM N° 400, del 29 de diciembre de 2009 y que establece que toda oferta pública de distribución de valores mobiliarios en los mercados primarios y secundarios que se dirija a personas naturales, jurídicas, fondos, residentes, domiciliados o no en Brasil, deberán someterse previamente al registro de la CVM.

---

<sup>88</sup> ÍDEM págs. 4-5.

Al respecto, este régimen Híbrido comprende la realización de ofertas públicas de valores mobiliarios de contenido crediticio a ser efectuados con esfuerzos restringidos para su venta o negociación secundaria que se dirijan exclusivamente a Inversionistas Calificados y que deben ser intermediados por entidades debidamente autorizados. Al respecto en la Instrucción CVM N° 476 se establece como prohibición la búsqueda de inversionistas a través de establecimientos abiertos al público, y también utilizar medios de comunicación masivos como la radio, la prensa, la televisión, entre otros para ofrecer los valores.

Respecto a los destinatarios de la oferta, se establece que la oferta no podrá ser dirigida a más de (50) Inversionistas Calificados<sup>89</sup> y, además los valores materia de la oferta podrán ser adquiridos por no más de veinte (20) Inversionistas Calificados.

Tanto los suscriptores como los adquirentes de valores deberán suscribir un documento mediante el cual se declare que son conscientes que la oferta no ha sido registrada en la CVM y que estos valores se encuentran sujetos a restricciones en su negociación.

La única obligación de información que se debe cumplir ante la CVM algo, es comunicar el resultado de la colocación de los valores a cargo del intermediario líder de acuerdo al artículo 8° de la Instrucción CVM N° 476.

Considerando la especial naturaleza de esta oferta la Instrucción CVM N° 476 ha establecido una serie de obligaciones y deberes fiduciarios a los ofertantes, a los intermediarios y a sus administradores, por los cuales se busca que la oferta realizada se circunscriba únicamente entre los Inversionistas Calificados y verificando en todo momento que se cumpla con la normativa.

Respecto a la negociación secundaria de los valores colocados mediante este tipo de Oferta Híbrida, la norma ha establecido que podrán ser negociados en los mercados regulados después de transcurridos noventa (90) días, contados desde la suscripción o adquisición por el inversionista. En este punto cabe señalar que dicha negociación secundaria sólo podrá efectuarse en mercados de bolsa organizados y no organizados (OTC) y sólo entre

---

<sup>89</sup>De acuerdo al artículo 109° de la Instrucción CVM N° 409 aprobada por la CVM son Inversionistas Calificados las instituciones financieras, las compañías aseguradoras, fondos de asistencia previsional, fondos de inversión, administradores de cartera y consultores de valores mobiliarios autorizados por la CVM respecto a sus recursos, entre otros sujetos. Incluye también a personas naturales y jurídicas que posean inversiones financieras superiores a R\$ 300.000,00 (trescientos mil reales) y que adicionalmente acrediten su condición por escrito. Estas personas en la oferta deberán adquirir valores mobiliarios como mínimo R\$1.000.000,00 (un millón de reales).

Inversionistas Calificados; sin embargo, si se opta por su negociación en bolsa, el emisor deberá previamente cumplir con su registro ante la CVM debiendo también cumplir con las obligaciones periódicas de información aplicables.<sup>90</sup>

De la información estadística disponible se observa que en Brasil, las ofertas realizadas a través de la Instrucción CVM N° 476 se han incrementado considerablemente desde el año 2009 en que se implementó este régimen hasta el año 2011. En el año 2010 las ofertas públicas realizadas con esfuerzos restringidos alcanzaron la suma de R\$ 71 mil millones y para el 2011 alcanzaron la suma de R\$ 116 mil millones, incrementándose en un 63%. En el año 2011 este tipo de oferta representó el 72% de todas las emisiones públicas. Asimismo, de acuerdo a la Memoria Anual 2011 elaborada por la CVM, las ofertas públicas realizadas con esfuerzos restringidos en el año 2011 representaron el 82% de las distribuciones en cuanto a volumen y el 75% en términos de cantidad. Incluso se observa una migración del régimen general de oferta pública regulado en la Instrucción CVM N° 400 a este régimen Híbrido de acuerdo al cuadro N° 17 que se presenta a continuación.<sup>91</sup>

**Cuadro N° 17**<sup>92</sup>  
**Participación por tipos de oferta**

Participação por regime de distribuição						
	2009		2010		2011	
	Quantidade	Valor	Quantidade	Valor	Quantidade	Valor
ICVM 476	34%	40%	58%	61%	75%	82%
ICVM 400 + dispensas de registro	66%	60%	42%	39%	25%	18%

Fonte: CVM

En el Cuadro N° 18 se detalla para los años 2009, 2010 y 2011 el incremento de las emisiones efectuadas bajo las ofertas públicas realizadas con esfuerzos restringidos por cada tipo de

<sup>90</sup> En Brasil, de acuerdo a su normativa existe un doble registro que los emisores deben llevar a cabo, el registro de la empresa y del valor en la CVM.

<sup>91</sup> COMISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS DEL BRASIL, *Relatório Anual 2011 CVM*, págs. 27-28 Disponible en: <http://www.cvm.gov.br/>. (visitado el 20.01.2013)

<sup>92</sup> ÍDEM Pág. 28.

instrumento de deuda. Destacándose que los *debêntures* (obligaciones) son los valores con mayor proporción de crecimiento.

**Cuadro N° 18<sup>93</sup>**  
**Detalle del porcentaje (%) de valores emitidos por la modalidad de esfuerzos restringidos**

Esforços restritos em R\$ milhões			
	2009	2010	2011
Debêntures	15.004	35.729	59.105
NP	12.232	19.238	19.563
CRI	857	5.468	9.532
FIDC	142	1.790	9.640
FIP	1.645	7.261	9.736
FII	42	1.090	8.437

1 - Data base encerramento da distribuição

Fonte: CVM

Finalmente cabe precisar que este régimen desde su aprobación en el año 2009 tuvo un gran éxito dado las características de su estructura que permitía realizar ofertas sin la obligación de registrarlas dirigidas a no más de cincuenta (50) Inversores Calificados y adquiridos por no más de veinte (20) Inversores Calificados.<sup>94</sup>

<sup>93</sup> ÍDEM Pág. 27.

<sup>94</sup> "Public offerings conducted under the restricted sales efforts regime are governed by CVM Instruction 476 of 2009. According to this ruling, offerings of certain securities may be exempted from the obligation to register them, if they are marketed at no more than 50 qualified investors and acquired by no more than 20 qualified investors. In addition, the instruction provides for the possibility of exempting issuers themselves from the requirement to register with CVM, and the possibility of trading such securities on the organized and unorganized over-the-counter markets.

(...)

The instruction aimed to make offerings more flexible and permit a larger number of issuers to access the capital markets, included non-registered issuers. The results obtained in the second year indicate that the initial objectives were fully achieved.

The number of issuers using this mode of offering has been rising. Between 2009 and 2010, the amounts raised rose by 140%, from R\$29 billion to R\$70 billion, and this type of offering accounted for approximately 60% of all offerings of these securities.

Furthermore, of the 236 offerings of debentures, promissory notes and CRIs conducted under CVM Instruction 476 and completed in 2010, around 44% were carried out by issuers not registered with CVM (the registration of funds is obligatory)."

## 2.2.2 Unión Europea

En esta jurisdicción observamos que el Régimen Híbrido ha sido regulado como una excepción a la normativa de ofertas públicas. La norma que regula dichas ofertas es la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 04 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (en adelante, la Directiva).

Al respecto cabe resaltar que esta Directiva en su considerando 16 ha establecido lo siguiente: *“Uno de los objetivos de la presente Directiva es la protección de los inversores, por lo que conviene tener en cuenta los diversos requisitos de protección de las distintas categorías de inversores y su nivel de experiencia. La información proporcionada por el folleto no se requiere para las ofertas limitadas a los inversores cualificados. Por el contrario, cualquier reventa o negociación pública a través de la admisión a cotización en un mercado regulado requiere la publicación de un folleto”*. Para esta jurisdicción el elemento fundamental en las ofertas primarias lo constituye el folleto informativo, el cual no será exigido cuando las ofertas se dirijan a Inversores Calificados y, en tanto no se oferten secundariamente en mercados regulados.

Este régimen híbrido se caracteriza porque en el artículo 3° de la Directiva modificada por la Directiva 2010/73/CE se ha establecido como regla general del régimen de ofertas públicas de los países miembros de la UE que no se autorizará ninguna oferta de valores al público dentro de sus territorios sin la publicación previa del folleto informativo. Dicho artículo a su vez establece cinco (05) supuestos en los que no opera dicha obligación, constituyendo tales ejemplos, en casos de Ofertas Híbridas.<sup>95</sup> No existe en ese sentido la obligación de presentar

---

COMISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS DEL BRASIL, *Annual Report 2010*, pág. 21 Disponible en: <http://www.cvm.gov.br/>. (visitado el 20.01.2013).

<sup>95</sup> Artículo 3°.- *Obligación de publicar un folleto*

1. *Los Estados miembros no autorizarán ninguna oferta de valores al público dentro de su territorio sin publicación previa de un folleto.*

2. *La obligación de publicar un folleto no será de aplicación a los siguientes tipos de oferta:*

a) *una oferta de valores dirigida solamente a inversores cualificados, y/o*

b) *una oferta de valores dirigida a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin contar los inversores cualificados, y/o*

c) *una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un importe total mínimo de 100000 EUR por inversor, para cada oferta separada, y/o*

d) *una oferta de valores cuya denominación por unidad ascienda por lo menos a 100000 EUR, y/o*

e) *una oferta de valores por un importe total en la Unión inferior a 100000 EUR, lo que se calculará sobre un período de 12 meses.*

*Sin embargo, cualquier reventa ulterior de valores que hayan sido previamente objeto de uno o más de los tipos de oferta mencionados en el presente apartado se considerará como una oferta separada,*

documentación vinculada a la oferta cuando se encuentre presente alguno de los supuestos de exclusión.

Al respecto estos supuestos son los siguientes: (i) una oferta de valores dirigida solamente a Inversores Calificados; (ii) una oferta de valores dirigida a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin contar los Inversores Calificados; (iii) una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un mínimo de 100000 euros por inversor, para cada oferta separada; (iv) una oferta de valores cuya denominación por unidad ascienda por lo menos a 100000 euros; y (v) una oferta de valores por un importe total en la UE inferior a 100000 EUR, lo que se calculará sobre un período de doce (12) meses.

De la revisión de estos supuestos observamos que las ofertas dirigidas a Inversores Calificados constituyen un supuesto de excepción, por el cual no se requiere de la aprobación por parte de los reguladores de los países miembros de un folleto informativo. Dicho supuesto concuerda también con el caso Brasileño en donde el público objetivo de las Ofertas Híbridas está constituido por Inversionistas Calificados.

Para la Directiva, los Inversores Calificados están conformados por empresas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, tales como entidades de crédito, empresas de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, empresas de seguros, organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, distribuidores autorizados de derivados de materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad corporativa sea invertir en valores. También se incluye a los gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, instituciones internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central

---

*y se aplicará la definición establecida en la letra d) del apartado 1 del artículo 2 para decidir si dicha reventa se trata de una oferta pública de valores. La colocación de valores a través de intermediarios financieros estará sujeta a la publicación de un folleto si no se satisface ninguna de las condiciones a) a e) para la colocación final.*

*Los Estados miembros no exigirán otro folleto en ninguna de estas posibles reventas ulteriores o colocaciones finales de valores a través de intermediarios financieros, a condición de que esté disponible un folleto válido conforme al artículo 9 y el emisor o la persona responsable de la elaboración de dicho folleto autorice su uso mediante un acuerdo escrito.";*

*3. Los Estados miembros se asegurarán de que, para toda admisión de valores a cotización en un mercado regulado situado o que opere en su territorio, se difunda públicamente un folleto.*

*4. Para tener en cuenta cualquier evolución técnica en los mercados financieros, incluida la inflación, la Comisión adoptará, mediante actos delegados de conformidad con el artículo 24 bis y en las condiciones de los artículos 24 ter y 24 quater, medidas relativas a los umbrales indicados en el apartado 2, letras c) a e), del presente artículo."*

Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares, personas físicas y pequeñas y medianas empresas que soliciten a los estados miembros se les consideren como Inversores Calificados, entre otros de acuerdo a la Directiva.

Los otros supuestos de excepción a la presentación del folleto informativo se encuentran vinculados a reglas numéricas, como las ofertas de valores dirigidas a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, o el límite de 100000 euros en la adquisición de valores por inversionista u ofertas realizadas por valores superiores a 100000 en donde el monto involucrado de alguna forma limitaría la adquisición por parte de pequeños inversores.

Respecto al listado y negociación secundaria de estos valores, la Directiva señala que si los valores van a ser listados en las bolsas y mercados organizados se deberá presentar el folleto informativo correspondiente. De acuerdo al artículo 13° de la Directiva se establece que el plazo de revisión del folleto es de diez (10) días hábiles siguientes a la presentación del proyecto del folleto y será de veinte (20) días hábiles si la oferta pública de valores a efectuarse la va a realizar un emisor que no ha tenido valores previamente admitidos a negociación en los mercados regulados y que no ha ofertado valores al público.

Cabe señalar que del estudio del Banco Mundial en cuanto a la normativa vinculada a la responsabilidad que asumen los emisores e intermediarios por información falsa o engañosa respecto a los valores colocados vía el régimen Híbrido se señala que a nivel de la UE no se ha uniformizado el tratamiento normativo al respecto, recayendo en cada país la obligación de conocer estos temas y por lo general son conducidos por las normas de responsabilidad civil de cada país miembro. En casos de fraude las autoridades del mercado de valores están en la obligación de investigar, mientras que en problemas en cuanto al *due diligence* estos son resueltos típicamente en las cortes civiles.<sup>96</sup>

### **2.2.3 Estados Unidos de Norteamérica – EE. UU.**

De acuerdo al Estudio del Banco Mundial a partir de la revisión llevada a cabo a la regulación sobre los mercados primarios de valores en los EE. UU., las Ofertas Híbridas están comprendidas dentro de la Regulation D introducida en el año 1982 y la Rule 144A de 1990 de la Securities Exchange Commission (en adelante, SEC).<sup>97</sup>

<sup>96</sup> WORLD BANK GROUP, Óp. cit. pág. 25.

<sup>97</sup> ÍDEM pág. 36.

Previamente a centrarnos en el modelo Híbrido en esta jurisdicción, describiremos de forma general el régimen regulatorio de EE. UU. aplicable a las ofertas públicas de valores. Al respecto, en EE. UU. producto de la crisis del año 1929 originada por el crack de las bolsas de valores de dicho país, se produjo un cambio normativo fundamental que dio como resultado la aprobación de la Securities Act de 1933 y la Securities Exchange Act de 1934, normas que buscan incrementar el flujo de información disponible de los emisores hacia los inversionistas y establecer reglas de conducta y prohibiciones para la realización de actos y prácticas que afecten la transparencia e integridad del mercado de valores y la libre formación de precios.

La Securities Act de 1933 regula la oferta y venta de *securities* (valores) en transacciones públicas realizadas en el territorio de los EE. UU. Este régimen establece la obligación de los emisores antes de efectuar una oferta pública en el territorio de los EE.UU. de presentar ante la SEC una solicitud de registro "*registration statement*" para la revisión y evaluación de esta entidad. Dicha solicitud incluye el prospecto informativo el cual deberá elaborarse de acuerdo a las disposiciones que establezca la SEC, además de otra documentación adicional sobre el emisor, la oferta y el valor. En cuanto al prospecto informativo, este contiene información del desempeño de la empresa, información financiera, factores de riesgo, además de información necesaria para los inversionistas. Esta norma también regula supuestos de excepción a la inscripción de un valor ante la SEC.

La Securities Act de 1933, se sustenta en el principio del *full disclosure*, el cual constituye la base fundamental sobre la cual no sólo la legislación del mercado de valores de los EE. UU. sino también de casi todos los países, incluido el nuestro.

En esta norma se han establecido también supuestos de valores y de transacciones que se encuentran exentas de registro ante la SEC. En la Sección (3) de la Securities Act de 1933 se han detallado supuestos de valores considerados exentos del registro. Destacan aquellos valores que hayan sido emitidos o garantizados por los EE. UU. o cualquier territorio de este país o el Distrito de Columbia o por cualquier estado miembro de los EE. UU. Así también, se encuentran comprendidos dentro de esta exención de registro, cualquier nota o papel comercial derivado de una transacción actual con un término de maduración que no supere los nueve (09) meses, los valores emitidos por organizaciones o personas con propósitos exclusivamente religiosos, educativos, fraternales o de caridad, sin ánimo de lucro, los valores emitidos por asociaciones de depósitos y préstamos, bancos, cooperativos o instituciones similares

supervisadas por autoridades estatales o federales, o por asociaciones cooperativas agrícolas exentas de impuestos, entre otros.<sup>98</sup>

Por su parte en la Sección (4) de la Securities Act de 1933, se regulan supuestos de transacciones exentas de registro, destacándose la regulada en el numeral (2) de dicha sección, correspondiente a las transacciones realizadas por emisores, que no sean ofertas públicas, es decir las ofertas privadas.

Existen también otras excepciones a la obligación de registrar una oferta de valores ante la SEC como la Regulación D que desarrollaremos más adelante.

De otro lado, Securities Exchange Act de 1934 regula los mercados secundarios, a la negociación de valores y a los participantes en dichos mercados. Esta norma es de aplicación a todos los participantes de los mercados regulados así como los mercados OTC. Se regula también la venta de valores por parte de *brokers* y *dealers* estableciendo además normas sobre *insider trading* y manipulación del mercado.

En cuanto a la Regulation D, ésta norma regula supuestos de excepción a los requerimientos de registro obligatorio para la oferta y venta de valores que se establecen en la Sección (5) de la Securities Act of 1933. Cabe señalar, como lo precisa la misma Regulation D, las transacciones efectuadas al amparo de esta no se encuentran exentas de la aplicación de la normas antifraude, de responsabilidad civil o de otras disposiciones y leyes federales de valores de los EEUU. La Regulation D permite que las empresas puedan ofrecer sus valores sin la necesidad de registrarlas ante la SEC. Cabe precisar que dicha excepción contiene tres alternativas de *safe harbours* establecidas en la Rule 504, la Rule 505 y la Rule 506<sup>99</sup>.

La Rule 504 permite ofrecer y vender valores hasta por la suma de US\$ 1 Millón de Dólares por año sin obligación de cumplir con las obligaciones de registro para empresas que no reporten. Los valores se encuentran restringidos en su negociación, la que podrá efectuarse si se encuentran dentro de una excepción o se registran ante la SEC. No se ha establecido limitaciones en el número de compradores y no existe obligación de divulgación de información

---

<sup>98</sup> Para mayor detalle revisar la Sección (3) Exempted Securities de la Securities Act de 1933.

<sup>99</sup> VIDAL, Eduardo y JH, Jan, *US Securities Regulation: A Guidebook for International Companies*. London: Globe Business Publishing Ltd. (2011) pág. 67.

salvo el envío de la Forma D<sup>100</sup> a la SEC. De acuerdo a esta excepción aun cuando no existen requerimientos específicos de divulgación de información, las empresas deben tener cuidado de evitar violaciones a las normas de lucha contra el fraude por lo que cualquier información o declaraciones proveídas por el emisor al inversionista deben estar libres de falsedad o engaño y tampoco deberá omitir información que pueda llevar a que se haya proveído información falsa o engañosa al inversionista.<sup>101</sup>

Con relación a la Rule 505, ésta se aplica para aquellos casos de ofertas y ventas de valores de montos no mayores a US\$ 5 Millones de Dólares en un periodo de año y venderse a un número ilimitado de “*accredited investors*” (Inversionistas Acreditados)<sup>102</sup> y hasta treinta y cinco (35) otras personas que no necesitan satisfacer la sofisticación o de tener altos estándares asociadas a otras exenciones. Se debe informar a los compradores que reciben valores restringidos para su negociación, lo que significa que los valores no pueden venderse durante seis (06) meses o más sin registrarlos y no pueden llevar a cabo o usar publicidad para la venta de valores. De acuerdo a lo señalado por la Rule 505, se permite que las empresas decidan qué información proporcionarán a los “*accredited investors*”, siempre que no infrinjan las prohibiciones antifraude de las leyes federales de valores. Respecto a inversionistas que no sean “*accredited investors*”, los emisores deben divulgar información que generalmente sea equivalente a las que se utilizan en las ofertas registradas. Así también, si una empresa proporciona información a los “*accredited investors*”, debe ser también esta información disponible a los inversionistas que no sean *accredited investors*. La empresa debe estar disponible para responder preguntas de los compradores interesados.<sup>103</sup>

Finalmente, de la revisión de la Rule 506, se observa que esta regla aplica para cualquier monto de oferta sin ningún límite máximo, y se dirige a cualquier número de *accredited*

<sup>100</sup> Es una comunicación que el emisor realiza a través de formularios electrónicos a la SEC que contiene información sobre los dueños de la empresa y muy reducida información de la empresa la cual debe ser enviada luego de la primera venta.

<sup>101</sup> VIDAL, Eduardo y JH, Jan, Lob cit. pág. 67. Revisar también la página web de la Securities Exchange Commission –SEC (<http://www.sec.gov/>).

<sup>102</sup> Los *Accredited Investors* incluyen a varios de los Inversionistas Institucionales y otras personas que cuentan con sofisticación y pueden asumir riesgo derivados de la inversión que realizan. De acuerdo a la Rule 501 de la Regulation D los *Accredited Investors* son los bancos, compañías de seguros empresas de inversiones, fondos de pensiones y de retiro de empleados, organizaciones benéficas y corporaciones con activos que excedan los US\$5 millones, directores, gerentes del emisor, personas naturales con activos individuales o conjuntos con su cónyuge que excedan el US\$ 1 millón, entre otros sujetos. Revisar también VIDAL, Eduardo y JH, Jan, Lob cit. pág. 68 y 69

<sup>103</sup> VIDAL, Eduardo y JH, Jan, Lob cit. pág. 67. Revisar también la página web de la Securities Exchange Commission –SEC (<http://www.sec.gov/>).

*investors* y hasta treinta (35) personas que no sean *accredited investors*. Se establece también que los inversionistas que no son *accredited investors* y que participan deben ser sofisticados al igual que sus representantes. Para la Rule 506 ser sofisticado supone tener suficiente conocimiento y experiencia en temas financieros y de negocios que les permita ser capaces de evaluar los méritos y riesgos de la inversión propuesta.

Una condición de esta regla es que las empresas no pueden utilizar publicidad o solicitud general de órdenes al mercado de los valores. En cuanto a la información a difundir, las empresas deben decidir qué información entregar a los *accredited investors*, en tanto no violen las prohibiciones antifraude de las leyes federales de valores, debiendo entregarse a los inversionistas no *accredited investors* documentos de divulgación que generalmente son los mismos que los utilizados en las ofertas que se registran. Además, si una empresa proporciona información a los inversores acreditados, esta información también debe estar disponible a los inversionistas que no sean *accredited investors*. La empresa debe estar disponible para responder preguntas de los compradores interesados. Los compradores reciben valores restringidos, lo que significa que los valores no se pueden vender antes del año a menos que sean registrados.<sup>104</sup>

En los tres casos, se establece como única obligación del emisor, notificar a la SEC el Formato D luego de la primera venta de los valores.

De acuerdo a la SEC, la Rule 506 de la Regulation D es considerada como un *safe harbour* para la exención de la oferta privada de la Sección 4 (2) de la Securities Act de 1933 que establece que se consideran transacciones exentas de la obligación de registrarse ante la SEC (Sección (5) de la Securities Act de 1933) aquellas transacciones efectuadas por un emisor que no suponen una oferta pública.<sup>105</sup>

Por su parte la Rule 144A se aplica a aquellos valores restringidos que fueron colocados mediante ofertas privadas los cuales no pueden ser distribuidos de manera pública y que van a ser revendidos a *Qualified Institutional Buyers* (QUIBs)<sup>106</sup> Las negociaciones de estos valores se llevan a cabo a través del Portal del NASDAQ. Los QUIBs pueden ser bancos, compañías de seguros, fondos de inversión, ciertos fondos públicos y privados de retiro, empresas de

<sup>104</sup> VIDAL, Eduardo y JH, Jan, Lob cit. pág. 67-68. Revisar también la página web de la Securities Exchange Commission –SEC (<http://www.sec.gov/>).

<sup>105</sup> Revisar también la página web de la Securities Exchange Commission – SEC (<http://www.sec.gov/>).

<sup>106</sup> VIDAL, Eduardo y JH, Jan Óp. cit. Págs. 70-71.

corretaje de valores y otras entidades. Al respecto el Banco Mundial refiere que dicha calificación es más restringida que la de *accredited investors*<sup>107</sup>.

Esta regla se implementó por la SEC en el año 1990 y tenía como propósito convertir el mercado norteamericano de las ofertas privadas en uno más atractivo a los grandes inversionistas facilitando que los *restricted securities* sean más fáciles de revender. Las restricciones a la reventa no son necesarias si son hechas solamente a instituciones grandes y financieramente sólidas.<sup>108</sup>

En general las ofertas privadas en los EE. UU. tienen las ventajas de que los documentos que conforman la oferta no contienen en detalle los requerimientos de revelación aplicables para el registro de ofertas públicas y tampoco deben presentarlo a la SEC para su aprobación; los costos legales y de estructuración de la oferta son más bajos que registrar una oferta pública, debido a que el emisor evita el procedimiento de registro y no tiene que pagar las tasas para listar el valor en la bolsa. Además, los tiempos de las ofertas no están sujetos a las exigencias de la regulación. Finalmente, ofertas privadas bajo la Rule 144A permiten a los emisores acceder a los grandes inversionistas como los QUIBs de forma más rápida que una oferta pública.<sup>109</sup>

En relación a las características identificadas por el Banco Mundial sobre la existencia de un régimen Híbrido en los EE.UU. éstas se encontrarían representadas en el hecho que no se requiere de un prospecto informativo que tengan que ser revisado o aprobado por el regulador cuando las ofertas realizadas tengan las características de ofertas privadas o se encuentren exentas del registro de acuerdo a la Regulation D y la Rule 144A. De otro lado, la negociación secundaria de estos valores restringidos sólo podrá llevarse a cabo entre los QUIBs y a estas ofertas le son aplicables plenamente las disposiciones de lucha antifraude contenidas en la Rule 10b-5.<sup>110</sup>

---

<sup>107</sup> World Bank Group, ÓP. Cit. pág. 35.

<sup>108</sup> JARA AMIGO, Rony, "Oferta Pública y Privada de Valores en el Mercado: Una Visión Comparada", En: Revista Chilena de Derecho, vol. 28, N° 1, 2001 pág. 109. Para mayor discusión respecto de la Rule 144A y sus efectos en la economía norteamericana revisar Chaplinsky, Susan y Ramchand Latha (2004) The impact of SEC Rule 144A on Corporate Debt Issuance by International Firms. Journal Of Business vol.77, N° 4). University of Chicago.

<sup>109</sup> VIDAL, Eduardo y JH, Jan Óp. cit. pág 63 - 64.

<sup>110</sup> World Bank Group, ÓP. Cit. pág.36-37.

Finalmente, de la revisión de estos Casos Exitosos podemos concluir que las Ofertas Híbridas se estructuran con el objetivo de generar mayor flexibilidad a los emisores para obtener recursos de manera rápida en el mercado por un lado y de constituir un vehículo importante para la inversión por parte de los Inversionistas Institucionales e Inversionistas Calificados los cuales exigen procedimientos y trámites que se adecuen a sus necesidades.



## II. EL ROPPIA COMO MODELO DE OFERTA HÍBRIDA

La presente sección tiene por finalidad analizar las características del modelo ROPPIA como experiencia nacional de Oferta Híbrida para lo cual se estudiará, en primer lugar, cuáles fueron los fundamentos y razones que determinaron el diseño de este modelo de oferta especial en la regulación del mercado de valores.

De igual forma, se evaluará el grado de desarrollo de las ofertas realizadas bajo el ROPPIA, a partir de la información estadística disponible sobre las colocaciones efectuadas, tipos de valores emitidos y número de emisores que utilizaron dicho esquema, entre otra información numérica que permita identificar la situación actual de este régimen.

Finalmente, a partir de lo expuesto se discutirá si el modelo ROPPIA cumplió con los objetivos por los cuales fue creado y si dicho modelo es un buen ejemplo de Oferta Híbrida a partir de las características determinadas en el numeral 2 de la Sección Primera de la presente investigación.

### 1. Características del modelo ROPPIA como experiencia nacional de Oferta Híbrida

De conformidad con lo señalado en el numeral 2 de la Sección Primera, las Ofertas Híbridas presentan las siguientes características: (a) son ofertas especiales que se estructuran indiferentemente bajo esquemas de ofertas públicas u ofertas privadas de valores; (b) reducen al mínimo los requisitos y las exigencias regulatorias para iniciar un trámite de inscripción de valores (procedimientos automáticos o de muy corto plazo); (c) no existe la obligación de registrar un prospecto informativo en el regulador; (d) limitada o inexistente obligación de revelación de información periódica y eventual con posterioridad a la inscripción del valor y a la realización de la oferta pública; (e) la regulación y la supervisión por parte del regulador es menos intensa en estas ofertas; (f) las ofertas son dirigidas exclusivamente a Inversionistas Institucionales o Inversionistas Sofisticados; y, (g) existe un mercado secundario para estos valores (preferentemente OTC), restringido sólo para Inversionistas Institucionales o Inversionistas Sofisticados que los adquieren.

Si bien el ROPPIA no reúne todas las características arriba señaladas, como observaremos en la presente sección y en la siguiente sección, dicho modelo de oferta sí calificaría como un ejemplo de Oferta Híbrida, puesto que esta oferta constituye un esquema especial de oferta pública primaria construido a partir de excepciones al marco general de ofertas públicas

existente. Además, en la práctica y de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 5° de la Ley del Mercado de Valores, estas ofertas calificarían como un supuesto de oferta privada de valores, dado que los destinatarios de estos valores son en su mayoría Inversionistas Institucionales; ello sin perjuicio de que las ofertas privadas pueden dirigirse a otro tipo de inversionistas distintos a los Inversionistas Institucionales. A fin de salvar esta inconsistencia legal, el ROPPIA crea una clasificación de inversionistas más amplia que los Inversionistas Institucionales, los Inversionistas Acreditados, clasificación que comprende además de estos últimos inversionistas, a los Inversionistas Calificados que acrediten simultáneamente el cumplimiento de requisitos patrimoniales y de calificación.

Sin embargo, a diferencia de los Casos Exitosos de Ofertas Híbridas revisados, el ROPPIA tuvo errores de diseño y fundamentación, puesto que mantuvo similar nivel de exigencia en la revelación de información tanto durante como después de inscrito el valor en el RPMV al igual que lo exigido por el régimen general de oferta pública. Además, las ofertas continuaron bajo el mismo nivel de protección que el Estado brinda a cualquier inversionista, sin considerar que los destinatarios de la oferta son Inversionistas Acreditados y no el público en general (inversionistas sensatos). Los Inversionistas Acreditados pueden defenderse por sus propios medios y cuentan con capacidad de negociación para obtener contractualmente la información requerida sin incurrir en altos costos de transacción. Adicionalmente, existe también la posibilidad que se declare la nulidad de la inscripción automática en el RPMV de los valores o programas, derivado del ejercicio del control posterior a cargo del regulador; entre otros temas adicionales que al ROPPIA le restaron flexibilidad y atractivo para los emisores de valores, los cuales serán analizados en la presente sección.

De igual forma, las exigencias formales respecto al contenido de los documentos y requisitos solicitados para iniciar un trámite de inscripción bajo el marco del ROPPIA mantuvieron el mismo estándar dispuesto por el régimen general. A manera de ejemplo, la información a ser revelada en los Prospectos Informativos de estas ofertas debía seguir similares exigencias del régimen general de oferta pública primaria establecido en el Reglamento de OPP, el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios (en adelante, el Manual) y las Normas Comunes para la determinación del contenido de los Documentos Informativos (en adelante, las Normas Comunes). La exigencia y cumplimiento de dichas disposiciones por parte de los emisores tiene sentido para ofertas dirigidas al público en general y no para ofertas dirigidas únicamente a Inversionistas Institucionales o Acreditados,

por lo que mantener estas obligaciones para ofertas dirigidas a Inversionistas Acreditados constituyó otro error en el diseño del ROPPIA.

A partir del análisis del régimen ROPPIA que se llevará a cabo en la presente sección se podrá proponer en la Sección Cuarta que resulta necesario el desarrollo y regulación de un nuevo modelo de Oferta Híbrida, cuya estructura permita un mayor dinamismo del mercado de capitales en el Perú y genere los incentivos necesarios para incrementar las emisiones de instrumentos de deuda, en particular, de nuevos emisores; y, de igual forma, pueda contribuir a profundizar el mercado de capitales peruano, otorgando a los inversionistas mayores y nuevas alternativas de inversión.

La creación del modelo ROPPIA en el año 2006 tuvo por objetivos según lo referido por la propia SMV mediante la regulación aprobada y otras publicaciones los siguientes<sup>111</sup>: (a) flexibilizar el régimen de inscripción de las ofertas públicas primarias dirigidas a un segmento específico del mercado -Inversionistas Acreditados- que requieren de una protección acorde a sus características por parte de la regulación, y a su vez que los emisores tengan un acceso oportuno al financiamiento; y, (b) que las ofertas privadas se canalicen a través de este mecanismo lo que incrementará el nivel de información pública en el mercado.

Como observamos, el primer presupuesto que motivó la aprobación de este modelo se encuentra vinculado a la creación de un régimen especial de ofertas dirigido a un nuevo segmento de inversionistas al que se le denominó Inversionistas Acreditados, segmento del público que no requiere del nivel de tutela ordinario exigido por el público en general para poder adquirir valores y también, a través de este régimen, se facilitaría que los emisores puedan acceder a financiamiento de una forma más rápida.

---

<sup>111</sup>Para mayor detalle revisar los considerandos de la Resolución CONASEV N° 041-2006-EF/94.10 (20.07.2006) que aprobó el primer Reglamento de Oferta Pública Primaria dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados. Así también, para mayor detalle de la fundamentación de la creación de la ROPPIA se debe revisar la Política de Supervisión Posterior de dicho Reglamento aprobada mediante Resolución Gerencia General N° 130-2006-EF/94.11 (22.08.2006) y lo señalado por la Comisión del Reglamento de Oferta Pública Primaria dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados en la Revista Valores del mes de agosto del año 2006 (Comisión del Reglamento de Oferta Pública Primaria Dirigida Exclusivamente a Inversionistas Acreditados, CONASEV, "Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados", En: Revista Valores, N° 47. Agosto, 2006, págs. 10-12).

Sobre esta nueva categoría de inversionistas creada por el ROPPIA podemos señalar, de acuerdo a como fue expresado en la Política de Supervisión Posterior del ROPPIA aprobada por la SMV, que esta nueva categoría de inversionistas comprende a los Inversionistas Institucionales regulados en la Ley del Mercado de Valores y a los Inversionistas no Institucionales, los calificados<sup>112</sup>, excluyéndose de esta definición a los pequeños inversionistas.

Al respecto, en dicha política se estableció también que, a partir de una evaluación realizada por la SMV entre los años 2005 y 2006, se determinó que el 99% de los valores colocados mediante ofertas públicas primarias fueron adquiridos por Inversionistas Institucionales y por Inversionistas Calificados. De estos, el 84% del importe colocado en dicho periodo fue adquirido por Inversionistas Institucionales, compuesto por más de 30 entidades. El segmento de calificados conformado aproximadamente por 80 entidades adquirió el 15% del importe colocado. Por su parte los pequeños inversionistas, conformados por alrededor de 300 inversionistas entre personas naturales y jurídicas, solo adquirieron el 1% del total<sup>113</sup>.

Así también, sobre la necesidad de tutela y protección que este grupo de inversionistas requiere la SMV señaló en la Política de Supervisión Posterior del ROPPIA lo siguiente:

*(...) “El ROPPIA asume que los calificados y los pequeños inversionistas comparten semejante necesidad de tutela respecto al acceso a la información, por lo que los Inversionistas Acreditados deberían ser objeto de un nivel de protección sustancialmente similar en ese aspecto. Sin embargo, también asume que los calificados cuentan con una mayor capacidad de procesamiento de información frente a los pequeños inversionistas, por lo que es posible reducir el*

<sup>112</sup>Por inversionistas calificados la SMV ha señalado que son aquellas personas jurídicas, fondos privados o determinadas personas naturales que tienen una habitualidad comprobada en operaciones del mercado de valores, y esta experiencia práctica, reforzada por un conocimiento académico o profesional, les permite efectuar inversiones por importes que, sin llegar a compararse con las efectuadas por los institucionales, son significativamente mayores a las inversiones de los pequeños inversionistas. Asimismo, los calificados poseen una solvencia patrimonial y un nivel de ingresos que les permite contar con asesoría especializada y asumir los riesgos de invertir en el mercado de valores de un mejor modo en comparación con los pequeños inversionistas. Comisión del Reglamento de Oferta Pública Primaria Dirigida Exclusivamente a Inversionistas Acreditados, CONASEV, “Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados”, En: Revista Valores, N° 47. Agosto, 2006, pág. 11.

<sup>113</sup>Política de Supervisión Posterior del Reglamento de Oferta Pública Primaria dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados, Resolución Gerencia General N° 130-2006-EF/94.11, publicada en el Diario Oficial el Peruano, 22 de agosto de 2006.

*nivel de protección a los Inversionistas Acreditados en este aspecto, en comparación con el aplicable a los pequeños inversionistas.*<sup>114</sup> (Subrayado nuestro)

Al respecto, observamos que el análisis efectuado por la SMV para crear este modelo consideró no solo la identidad de los sujetos que participan activamente en las colocaciones primarias, que al igual que en la actualidad son los Inversionistas Institucionales seguidos de los Inversionistas Calificados los cuales adquieren la mayoría de valores colocados mediante oferta pública primaria; sino que, adicionalmente, consideró para estructurar el modelo ROPPIA la capacidad de procesamiento de la información y el acceso a la información por parte de los destinatarios de la oferta.

Para la SMV, si bien los Inversionistas Calificados cuentan con capacidad suficiente para procesar la información al mismo nivel que los Inversionistas Institucionales, estos requieren aún de la protección de la regulación al igual que el exigido por los pequeños inversionistas en cuanto al acceso de información, elemento que justificaría la creación de esta nueva categoría de inversionistas. Al respecto, tal justificación busca de alguna forma explicar las razones por las cuales las ofertas de valores realizadas bajo el ROPPIA que podrían ser catalogadas como ofertas privadas, ya que va dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales y a Inversionistas Acreditados, segmento del público que no requiere de la tutela de las normas del mercado de valores en los términos establecidos en el literal d) del artículo 6° del Reglamento de OPP<sup>115</sup> fue regulada como una oferta pública, situación que será discutida en la presente sección.

La lógica usada por la SMV para establecer su competencia respecto de ofertas que por naturaleza son privadas ha sido considerar que este segmento del público conformado por Inversionistas Acreditados requiere de tutela por lo que la regulación general de las ofertas

---

<sup>114</sup>Ibídem.

<sup>115</sup>En efecto, de acuerdo con el literal d) del artículo 6° del Reglamento de OPP, se considera segmento del público al conjunto de personas determinadas o no que, de acuerdo a las circunstancias, requieren de la tutela a que se refiere el artículo 2º, cuando su número sea tal que involucre el interés público. Se considera que se requiere dicha tutela cuando, en orden a la posibilidad de acceso a información relevante por dichas personas y/o a que ésta sea procesada por ellas, encuentren dificultades para adoptar una decisión libre e informada respecto a la invitación efectuada. Así también, se establece que, para efectos de su calificación como segmento del público, se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público, y se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada.

públicas primarias permitiría que los Inversionistas Acreditados accedan a información relevante sobre el emisor, sus valores y de la oferta que se haga de los mismos, a efectos de adoptar decisiones informadas.

Sobre la fundamentación desarrollada por la SMV que explicaría las razones por las cuales se creó esta nueva categoría de inversionistas consideramos que era innecesario incorporar a nivel reglamentario una nueva categoría distinta a la de Inversionistas Institucionales ya existente –esta última reconocida a nivel legal- porque la SMV se encontraba facultada para incorporar otros supuestos de personas como Inversionistas Institucionales de acuerdo a lo establecido en la propia definición de Inversionista Institucional establecida en el inciso j) del artículo 8 de la Ley del Mercado de Valores. Incluso, en la Séptima Disposición Final del Reglamento de OPP, la SMV ya determinó que otras personas califican como Inversionistas Institucionales distintas a las enumeradas en la Ley del Mercado de Valores.

En efecto, de la revisión del listado de personas consideradas por la SMV como otros supuestos de Inversionistas Institucionales comparándolo con la relación de Inversionistas Acreditados (Ver Anexo 2) se puede observar la similitud entre ambas categorías de inversionistas, respecto de las personas naturales y jurídicas que estarían comprendidas en ambas categorías, lo que reafirmaría que no existió razón para crear otra categoría adicional. En relación a este punto, como primera respuesta tentativa que explicaría el por qué se habría creado esta nueva categoría de inversionistas, se desprende que es menos cuestionable legalmente decir que nos encontramos ante una oferta pública, cuando la oferta se dirige a Inversionistas Acreditados que afirmar que nos encontramos ante una oferta pública cuando esta se dirige únicamente a Inversionistas Institucionales. Como ya lo hemos señalado, la Ley del Mercado de Valores expresamente ha establecido en el literal a) del artículo 5° que se considera oferta privada la oferta dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales.

No obstante ello, consideramos que no habría objeciones a nivel legal en la actualidad para que una oferta dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales pueda ser calificada como una oferta pública, en consideración a lo dispuesto en el segundo párrafo del artículo 17° y en el primer párrafo del artículo 87° de la Ley del Mercado de Valores que establecen que es facultativa la inscripción de los valores en el RPMV que no han de ser objeto de oferta pública - una oferta privada-, en cuyo caso el emisor se somete a todas las obligaciones que emanan de dicha ley y que para las emisiones de bonos dirigidas a Inversionistas Institucionales no se

requiere de la intervención de un representante de los obligacionistas, respectivamente. Sin perjuicio de ello, cabe precisar que es el Emisor siempre y en última instancia de acuerdo a la normativa quien decide que naturaleza tiene la oferta que va a realizar en el mercado. Es decir, si esta es pública o no y si se dirige al público en general o a un segmento de éste.

En cuanto a la posibilidad de acceso a la información, así como del procesamiento de la misma por parte de los inversionistas, consideramos que tales elementos no son trascendentes para fundamentar la creación de otra categoría de inversionistas; debido a que los Inversionistas Calificados por sus propios medios, al igual que un Inversionista Institucional pueden acceder a información relevante de la oferta, el valor y del emisor y además conocen que tipo de información pedir. Por lo que les correspondería, en consecuencia, el mismo alcance de tutela y protección que el que debieran recibir los Inversionistas Institucionales. Sobre lo dicho, es pertinente recordar que la regulación de las ofertas públicas así como la aplicación de dichas normas por parte de la SMV, como se detalló en la Sección Primera, no diferencian el nivel de protección y tutela que merece cada tipo de inversionista en el mercado, aplicándose dicha regulación indiferentemente por igual a ofertas que se dirigen al público en general o a Inversionistas Institucionales e Inversionistas Acreditados.

Respecto a la justificación por la cual las ofertas privadas bajo el ROPPIA se canalizarían como ofertas públicas es pertinente resaltar lo señalado por Isabel Gutiérrez cuando analiza la naturaleza jurídica de las ofertas realizadas bajo el régimen ROPPIA. Al respecto refiere que sin perjuicio que este régimen constituye una respuesta a la realidad de nuestro mercado primario de valores, en el cual son los Inversionistas Institucionales quienes participan más activamente en las colocaciones primarias de valores, considera que el segmento del público constituido por los Inversionistas Acreditados no presenta dificultades para acceder a información y para procesarla, por lo que no merecen la protección de las normas del mercado de valores y, en consecuencia, no es posible definir como segmento del público a los Inversionistas Acreditados, de acuerdo a la LMV y al Reglamento de OPP.<sup>116</sup>

En concordancia con lo señalado por Isabel Gutiérrez en el sentido que las ofertas realizadas bajo el marco del ROPPIA son ofertas privadas que de acuerdo a lo establecido en el artículo

---

<sup>116</sup> GUTIÉRREZ, Isabel, "El concepto Legal de la Oferta Pública de Valores Mobiliarios. Con ocasión de la emisión del nuevo Reglamento de Oferta Pública Primaria Exclusiva para Inversionistas Acreditados". En: Revista de la Maestría en Derecho de la Empresa - Pontificia Universidad Católica del Perú N° 1, pág. 9-11.

17° de la Ley del Mercado de Valores, han sido voluntariamente inscritas en el RPMV y que se sujetan a las normas y al mecanismo de difusión aplicable a las ofertas públicas<sup>117</sup>, somos de la opinión que dicha posición guarda mayor armonía para explicar jurídicamente las razones por las cuales las ofertas privadas son canalizadas como ofertas públicas a través del ROPPIA; y, además es una opción concordante con una de las finalidades de la Ley del Mercado de Valores que es la adecuada protección al inversionista y con la competencia del regulador sobre las oferta privadas de valores.

Por otra parte, en relación al objetivo declarado por la SMV de buscar que las ofertas privadas se canalicen a través del ROPPIA a fin de incrementar el nivel de información pública en el mercado<sup>118</sup>; podemos señalar que el objetivo de generar mayor transparencia y eficiencia en el mercado de valores, teniendo en cuenta que los precios de los valores reflejan la mayor cantidad de información pública disponible en el mercado, podría ser totalmente válido y correcto considerar dicho objetivo como una política regulatoria; sin embargo, el diseño del ROPPIA tampoco logró dicho objetivo. Al respecto, cabe señalar sobre este punto, que la intención de canalizar ofertas privadas vía el ROPPIA debe provenir de una decisión propia y exclusiva de los inversionistas o una exigencia de éstos y no como parte de un mandato legal que busque que una oferta privada se convierta en pública.

Asimismo, el ROPPIA mantuvo similar estándar de revelación de información posterior a la inscripción que el régimen general de oferta pública, con el agravante que las inscripciones automáticas de valores y/o programas de emisión, tal y como se expresó en el ROPPIA y en la Política de Supervisión Posterior del ROPPIA, podían ser declaradas nulas de oficio posteriormente; ello como consecuencia del control posterior efectuado a la documentación presentada por el emisor al trámite de inscripción, ya que al ser estos procedimientos de aprobación automática de acuerdo con el artículo 31° de la Ley del Procedimiento Administrativo General, Ley 27444 (en adelante, LPAG)<sup>119</sup>, se encuentran sujetos a fiscalización posterior conforme lo dispone el artículo 32° de dicho cuerpo legal<sup>120</sup>.

---

<sup>117</sup> Idem pág.11.

<sup>118</sup> La SMV en relación a los efectos que podrían ocurrir en el mercado con la vigencia del ROPPIA ha señalado que muchas de las ofertas privadas de valores migrarán a este régimen, incrementándose el volumen de información al mercado y también se espera que un sector de las ofertas públicas del régimen general se traslade a este régimen limitándose las opciones de inversión a los pequeños inversionistas.

<sup>119</sup> "Artículo 31°.- Régimen del Procedimiento de Aprobación Automática

31.1 En el procedimiento de aprobación automática, la solicitud es considerada aprobada desde el mismo momento de su presentación ante la entidad competente para conocerla, siempre que

Considerando estas consecuencias creadas por el modelo de supervisión ex post y sobredimensionadas por el diseño del ROPPIA, más que un esquema promotor y flexible para los emisores desincentivaba no sólo que las ofertas privadas migren al régimen ROPPIA, sino que también nuevos emisores ingresen al mercado y que los emisores establecidos no lo hayan usado con la frecuencia y dinamismo que se esperaba por las contingencias legales que podrían ocurrir posteriormente a la inscripción automática si el regulador declaraba la nulidad de la inscripción. Este problema es el principal riesgo que afecta al régimen ROPPIA y no muchos emisores están dispuestos a asumirlo.

Al respecto, adicionalmente a las contingencias legales derivadas de esta posible nulidad, Renzo Abanto refiere que junto al riesgo legal antes referido, se encontraba implícito en el ROPPIA un riesgo reputacional, tanto para los emisores como para los estructuradores que participaron en la elaboración de los documentos de la oferta puesto que la suspensión de la

---

*cumpla con los requisitos y entregue la documentación completa, exigidos en el TUPA de la entidad.*

*31.2 En este procedimiento, las entidades no emiten ningún pronunciamiento expreso confirmatorio de la aprobación automática, debiendo sólo realizar la fiscalización posterior. Sin embargo, cuando en los procedimientos de aprobación automática se requiera necesariamente de la expedición de un documento sin el cual el usuario no puede hacer efectivo su derecho, el plazo máximo para su expedición es de cinco días hábiles, sin perjuicio de aquellos plazos mayores fijados por leyes especiales anteriores a la vigencia de la presente Ley.*

*31.3 Como constancia de la aprobación automática de la solicitud del administrado, basta la copia del escrito o del formato presentado conteniendo el sello oficial de recepción, sin observaciones e indicando el número de registro de la solicitud, fecha, hora y firma del agente receptor.*

*31.4 Son procedimientos de aprobación automática, sujetos a la presunción de veracidad, aquellos conducentes a la obtención de licencias, autorizaciones, constancias y copias certificadas o similares que habiliten para el ejercicio continuado de actividades profesionales, sociales, económicas o laborales en el ámbito privado, siempre que no afecten derechos de terceros y sin perjuicio de la fiscalización posterior que realice la administración.*

<sup>120</sup> *“Artículo 32.- Fiscalización posterior*

*32.1 Por la fiscalización posterior, la entidad ante la que es realizado un procedimiento de aprobación automática o evaluación previa, queda obligada a verificar de oficio mediante el sistema del muestreo, la autenticidad de las declaraciones, de los documentos, de las informaciones y de las traducciones proporcionadas por el administrado.  
(...)*

*32.3 En caso de comprobar fraude o falsedad en la declaración, información o en la documentación presentada por el administrado, la entidad considerará no satisfecha la exigencia respectiva para todos sus efectos, procediendo a comunicar el hecho a la autoridad jerárquicamente superior, si lo hubiere, para que se declare la nulidad del acto administrativo sustentado en dicha declaración, información o documento; imponga a quien haya empleado esa declaración, información o documento una multa en favor de la entidad entre dos y cinco Unidades Impositivas Tributarias vigentes a la fecha de pago; y, además, si la conducta se adecua a los supuestos previstos en el Título XIX Delitos contra la Fe Pública del Código Penal, ésta deberá ser comunicada al Ministerio Público para que interponga la acción penal correspondiente.”*

oferta basada en la nulidad de la inscripción automática, podía ser percibida negativamente por el mercado.<sup>121</sup>

Adicionalmente, si bien el ROPPIA fue promocionado como un esquema de oferta pública mucho más flexible y rápido en cuanto a plazos de inscripción y de requisitos, en atención a la calidad especial de los destinatarios de la ofertas, los Inversionistas Acreditados, quienes constituyen el grupo de inversionistas que tiene la mayor participación en las colocaciones primarias de valores, también existieron otras razones por las cuales se diseñó este régimen especial.

En efecto, de las conversaciones que se pudieron tener con funcionarios y ex funcionarios de la SMV y de la investigación efectuada, se desprende que el régimen del ROPPIA no fue creado en consideración únicamente a las características especiales de los destinatarios de esta oferta especial, los Inversionistas Acreditados. Entre el año 2005 y 2006, los plazos legales establecidos por la normativa del régimen general de ofertas públicas para la inscripción de un valor o un programa de emisión en el RPMV no se cumplían o se prolongaban excesivamente, impidiendo que las empresas puedan acceder al mercado de valores en la oportunidad que habían planificado, debido a que, por un lado, el regulador había excedido en su capacidad para revisar la documentación dentro de los plazos legales establecidos. Por otro lado, las observaciones formuladas en dicho periodo de tiempo incidían en un mayor grado de exhaustividad en la revisión de la documentación e información presentada al trámite por parte de los emisores, a fin de proteger el interés público asociado a las ofertas públicas<sup>122</sup>. Como resultado de esta problemática, por el lado de los emisores se les generó mayores sobrecostos para que puedan acceder al capital que necesitaban, acudiendo a refinanciamientos bancarios a una mayor tasa de interés; y, por el lado de los inversionistas dichas demoras restringieron la libertad de los inversionistas para decidir en cuales valores invertir debido a las limitadas opciones de instrumentos disponibles en el mercado.

---

<sup>121</sup> ABANTO, Renzo, "Apuntes sobre el Régimen Aplicable a las Ofertas Públicas dirigidas a Inversionistas Acreditados. Analizando su evolución en los últimos 30 meses". En: Revista Capitales; Lima, enero, 2009, pág. 4.

<sup>122</sup> Cabe precisar que en el marco del régimen general de ofertas públicas, como ya hemos señalado, el regulador puede observar y solicitar ampliaciones y enmiendas a la documentación e información presentada en el trámite debiendo para tal efecto el regulador sustentar las observaciones formuladas en la LMV, el Reglamento de Oferta Pública Primaria y sus normas complementarias.

Como consecuencia de ello, a fin de dar respuesta a este problema se diseñó el ROPPIA con el objeto de desembalsar el cúmulo de expedientes de inscripción que la ex CONASEV mantenía en trámite producto de la aplicación estricta del cumplimiento de las normas del régimen general de ofertas públicas<sup>123</sup>. Es por ello que dicha percepción de la real situación de los trámites de inscripción habría constituido la razón fundamental por la cual, sin la necesidad de llevar a cabo una modificación de la Ley del Mercado de Valores y del esquema general de las ofertas públicas, se apruebe un régimen especial de oferta pública a nivel reglamentario con menores requisitos para la inscripción de valores y programas, resaltando entre sus atributos, la aprobación automática de la inscripción del valor o del programa, así como el registro del prospecto informativo en el RPMV.

Respecto a esta problemática, Felipe F. Morris en su estudio *“Mercados Financieros en América Latina: Convergencia e Integración. El Caso de Perú de julio de 2008”* al referirse al ROPPIA señala que la ex CONASEV ante los reclamos del mercado en el sentido que los procesos de registro eran muy largos aprobó el ROPPIA que *“contempla un proceso de inscripción “fast track” que intentaba combinar las ventajas de una colocación por oferta pública con la rapidez de aprobación de las ofertas privadas”*. Asimismo, señaló que la utilización del ROPPIA todavía era reducida debido al temor que tienen los emisores de que cuando el regulador revise la documentación *ex post* a la emisión, pueda objetar la información presentada y suspender la colocación<sup>124</sup>. Dicha percepción desde la creación del ROPPIA en el año 2006 a la fecha pudo haber sido superada con la mayor práctica de los emisores y estructuradores en la realización de estas ofertas y también por el hecho que no se presentó ningún caso de colocaciones que hayan sido suspendidas o afectadas por una nulidad producto del control *ex post* por parte del regulador; pero ello no fue así debido a que, de acuerdo a la información estadística que se analizará en la siguiente subsección, el ROPPIA no tuvo la acogida esperada en el mercado.

---

<sup>123</sup>La aprobación de ROPPIA también constituyó una respuesta de la SMV para crear un mecanismo más expeditivo de inscripción de valores el cual anulara el registro de ofertas privadas de valores e instrumentos financieros que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) diseñó, presentándose de esta manera un caso interesante de arbitraje regulatorio, de acuerdo a lo explicado por José Antonio Payet Puccio en la clase de Contratos y Operaciones en el Mercado de Valores de la Maestría en Derecho Bancario y Financiero de la PUCP (2012-01).

<sup>124</sup>MORRIS, Felipe F., *“Mercados Financieros en América Latina: Convergencia e Integración. El Caso de Perú”*. Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Julio 2008. pág. 40.

En esa línea, el ROPPIA que supuestamente debía incentivar la realización de ofertas, por diversos factores como se podrá explicar en la tercera subsección siguiente no cumple con sus objetivos y, en consecuencia, no ha sido muy usado por los emisores. Si bien el ROPPIA pudo significar en un primer momento una solución a la demora en la tramitación de expedientes por parte del regulador, de acuerdo a la percepción del mercado y de los especialistas en la materia, el uso generalizado del ROPPIA por los emisores habituales no se produjo como se esperaba debido no sólo a la existencia de las contingencias legales ya señaladas sino también a que los plazos promedio en la tramitación de los expedientes administrativos por parte del regulador, respecto a las ofertas públicas inscritas bajo el régimen general se redujeron considerablemente en los años posteriores a la aprobación del ROPPIA<sup>125</sup>.

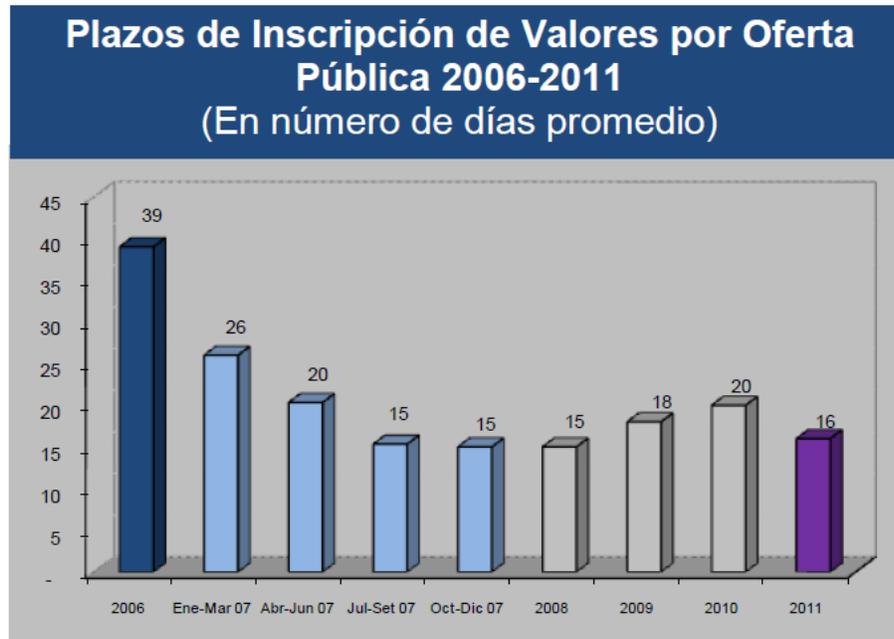
De acuerdo con la información publicada por la SMV en su Memoria Anual 2011, el plazo promedio para la resolución de un expediente administrativo en el año 2006 era de 39 días hábiles, plazo que excedía los treinta (30) días hábiles establecido en la Ley del Mercado de Valores. En el año 2007, cuando el ROPPIA ya se encontraba vigente, los plazos se redujeron a 26, 20, 15 y 15 días hábiles en los cuatro trimestres del año 2007, respectivamente. De la misma manera, en los años posteriores, el plazo se mantuvo en 15 días hábiles el año 2008, en 18 días hábiles el 2009, en 20 días hábiles el 2010 y para el 2011 se redujo a 16 días hábiles.<sup>126</sup> En el cuadro N° 19 siguiente observamos la evolución de los plazos de inscripción entre el año 2006 y el año 2011.

---

<sup>125</sup> Información obtenida de conversaciones sostenidas con funcionarios y ex funcionarios de la SMV. Por su parte Renzo Abanto sobre el tema de los plazos señaló que la difícil cuantificación y mitigación del riesgo legal y reputacional, así como la considerable reducción de plazos que se verificó respecto de los trámites de inscripción seguidos ante Conasev entre 2006 y parte de 2008, generó un escenario en el cual los beneficios derivados de la regulación ROPPIA no resultaban suficientemente relevantes para modificar la decisión de los emisores respecto de su uso. (ABANTO, Renzo, Loc. cit., págs. 4-5).

<sup>126</sup> *Memoria Anual 2011 de la SMV*, SMV, 2012. Disponible en: <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/ktjsrwxk.zxk.pdf> (visitado el 01.11.2012)

**Cuadro N° 19<sup>127</sup>**  
**Evolución de los plazos de inscripción entre el año 2006 y el año 2011**



En cuanto a las características identificadas a las ofertas realizadas bajo el régimen ROPPIA, podemos mencionar los siguientes temas: (1) flexibilización de los trámites para la inscripción de un valor o programa y del registro del prospecto informativo en el RPMV a través de aprobaciones automáticas; (2) reducción de requisitos para la inscripción; (3) similar régimen de obligaciones de información periódico o eventual que el régimen general de ofertas públicas; y (4) el rol de supervisión del regulador.

Respecto a la flexibilización de los trámites de inscripción, el ROPPIA introdujo un procedimiento *fast track* para la inscripción automática de valores y el registro de prospectos informativos en el RPMV, independientemente que estas inscripciones se lleven a cabo bajo el marco de un trámite general o de un trámite anticipado<sup>128</sup>. Para tal efecto, el emisor debe

<sup>127</sup>Ibídem.

<sup>128</sup>Mediante un trámite general se inscriben valores y/o se registra el prospecto informativo o documento similar en el Registro, cuando el emisor no pretenda efectuar una o más ofertas primarias de valores en un periodo de tiempo dado. A través de un trámite anticipado se inscriben valores y/o se registra el prospecto informativo o documento similar en el Registro, cuando se pretenda efectuar una o más ofertas primarias de valores en un periodo de tiempo dado, para lo cual mediante un trámite único anticipado para todas ellas se presenta inicialmente información de carácter general sobre los valores a emitir en el marco de un programa de emisión para que posteriormente para cada emisión se presente información complementaria.

cumplir con presentar la documentación y la información completa, requerida por el ROPPIA y por el Manual. De igual forma, la renovación del plazo de vigencia de los trámites anticipados por dos (2) años adicionales se aprueba automáticamente al igual que el registro de las variaciones fundamentales de la oferta con la presentación de la información al RPMV. Ocurre también con la renovación del plazo de colocación de la oferta por nueve (9) meses adicionales, trámite que también es automático.

Así también, el ROPPIA permite que los emisores puedan emitir cualquier tipo de valores sin restricciones; sin embargo, a la fecha sólo se han emitido valores representativos de deuda. Mediante este régimen, los emisores que hacen uso del mismo, pueden ser nacionales o extranjeros, que cuenten con valores inscritos o no en el RPMV.

Como ya hemos señalado, el ROPPIA crea una nueva categoría de inversionistas denominada Inversionistas Acreditados, segmento al cual se dirigen las ofertas realizadas bajo el marco de este régimen. Con la modificación efectuada al ROPPIA el año 2008<sup>129</sup>, se contempla también la posibilidad de efectuar ofertas dirigidas exclusivamente a Inversionistas Institucionales. Los Inversionistas Acreditados de acuerdo al ROPPIA engloban a los Inversionistas Institucionales y a las personas naturales o jurídicas que acrediten cumplir, simultáneamente, con un requisito patrimonial y otro de calificación de acuerdo al artículo 3° del ROPPIA. Dichos inversionistas deben registrarse en una base de datos administrada por un agente de intermediación o del emisor cuando no se requiera la intervención de un agente colocador.<sup>130</sup>

Cabe comentar en este punto, que a través del ROPPIA a partir de inicios del año 2012, las ofertas internacionales con tramos de colocación local que se efectúan al amparo de la Rule 144A de la *US. Securities Act of 1933* se canalizan a través de este régimen, aprobándose automáticamente tales ofertas con la presentación de la información y documentación establecida en el Manual. Las ofertas internacionales con un tramo local canalizadas a través del ROPPIA constituyen a la fecha una importante fuente de financiamiento para emisores que requieran obtener financiamiento en el exterior y a su vez realizar una oferta pública local. En caso estas ofertas internacionales cuenten con un tramo local, la oferta se encontrará

---

<sup>129</sup> Resolución CONASEV N° 079-2008-EF/94.10.

<sup>130</sup> Para mayor detalle sobre las entidades que se encuentran comprendidas como Inversionistas Acreditados revisar el Anexo 2 de la presente investigación.

comprendida dentro del beneficio de la exoneración al pago del Impuesto General a las Ventas correspondiente a los intereses generados por valores mobiliarios inscritos en el RPMV y que sean ofertados en el exterior con un tramo local<sup>131</sup>.

Es así que, las ofertas internacionales con tramos de colocación local realizadas a través del ROPPIA han superado a la fecha en términos de monto de valores inscritos en el RPMV los montos de las inscripciones de los valores y programas de emisiones efectuadas sólo bajo ofertas nacionales bajo el ROPPIA desde el 2007 a la fecha, como se detallará en la subsección siguiente.

Cabe mencionar en este apartado que el ROPPIA ha establecido una limitación a la negociación secundaria de los valores adquiridos por los Inversionistas Acreditados, estableciéndose que sólo podrán ser transferidos estos valores entre Inversionistas Acreditados y que luego de transcurrido los doce (12) meses siguientes a la primera colocación, los valores inscritos podrán ser negociados entre el público en general a solicitud del emisor, previo cumplimiento de las exigencias de información del régimen general de ofertas públicas. La lógica de esta limitación es concordante con la práctica internacional de las Ofertas Híbridas por la cual estos valores únicamente pueden ser adquiridos y negociados entre la misma clase de inversionistas adquirentes a fin de evitar que dichos valores puedan ser adquiridos por inversionistas *retail* que habrían requerido un nivel mayor de revelación de información y de protección legal. Es por ello que su negociación secundaria se encuentra limitada únicamente a esta categoría de Inversionistas.

Asimismo, el régimen ROPPIA permite que los valores emitidos bajo este régimen puedan negociarse en mecanismos centralizados de negociación siempre que sea posible diferenciarlos de aquellos valores que si tienen la capacidad de ser transferidos libremente

---

<sup>131</sup> En el Apéndice II sobre servicios exonerados del Impuesto General a las Ventas del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, aprobado mediante Decreto Supremo N° 179-2004-EF (Publicado el 08 de diciembre de 2004) se establece como exoneración *“Los intereses generados por valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores por personas jurídicas constituidas o establecidas en el país, que sean objeto de oferta en el exterior siempre que cuente con tramo de colocación dentro del territorio nacional y que la emisión se realice al amparo del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores aprobado por Decreto Supremo N° 093-2002-EF, y por la Ley de Fondos de Inversión, aprobada por Decreto Legislativo N.° 862, según corresponda”*.

Esta exoneración ha sido prorrogada recientemente y se encuentra vigente hasta el 31 de diciembre de 2015.

entre los inversionistas a fin de impedir que secundariamente puedan ser adquiridos por inversionistas que no sean Acreditados.

Finalmente, respecto a este primer apartado de características del ROPPIA vinculadas a la flexibilización de los trámites de inscripción de valores y programas en el RPMV, como contrapartida al régimen de inscripción automático establecido, de acuerdo a lo dispuesto en la LPAG para los trámites de aprobación automática, se requiere de la supervisión *ex post* de la información y documentación presentada al momento de la inscripción o registro. Al respecto, en el artículo 10° del ROPPIA se estableció el marco bajo el cual se efectúa la supervisión posterior, resaltando el hecho que a través de una política, la SMV determinará si la documentación e información presentada satisfacen el mínimo exigido por el Reglamento de OPP.<sup>132</sup> Al respecto, en la Política de Supervisión Posterior del ROPPIA se resalta el hecho de haberse establecido dos tipos de objeciones que se pueden presentar a partir de la evaluación de la documentación en información presentada al trámite por parte del emisor, las objeciones subsanables y las no subsanables.

Las objeciones subsanables se encuentran vinculadas al incumplimiento o verificación de alguno de los supuestos establecidos en los literales del a) al e) del artículo 21° del Reglamento de OPP<sup>133</sup> tales como omisiones, inexactitudes o deficiencias en la

---

<sup>132</sup> "Artículo 10°.- Supervisión posterior.-

*La inscripción, registro o aprobación, así como el registro producto de variaciones fundamentales, realizados automáticamente, están sujetos a supervisión posterior por parte de CONASEV, para lo cual se establecerá una política con el fin de evaluar si la documentación e información presentada satisfacen el mínimo exigido por el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios y deberá tener en cuenta los siguientes criterios:*

- a. La mayor capacidad de procesamiento de información por parte de los Inversionistas Institucionales y en su caso los Acreditados.*
  - b. La documentación e información a ser presentada solo será la requerida de manera específica por la regulación.*
  - c. La divulgación pública y permanente de las observaciones y criterios interpretativos formulados y adoptados por CONASEV en los trámites de inscripción, respectivamente.*
  - d. La facultad de que la supervisión posterior pueda ser efectuada por el sistema del muestreo.*
  - e. La formulación de observaciones solo acarreará la suspensión de la colocación de nuevos valores hasta la subsanación de las observaciones. CONASEV se pronunciará sobre la subsanación en un plazo no mayor de cinco (5) días, luego de recibida la documentación correspondiente.*
- Por otro lado, no son aplicables la primera oración del primer párrafo del artículo 22° del Reglamento Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, ni las demás disposiciones del mismo Reglamento referidas a la supervisión previa de la documentación e información presentada."*

<sup>133</sup> Ver cita número 38.

documentación, las cuales si pueden ser objeto de subsanación y que solo acarreará la suspensión de la colocación de nuevos valores hasta la subsanación de las observaciones. Respecto a las objeciones no subsanables, la Política de Supervisión Posterior del ROPPIA, señala que éstas solo estarán referidas a incumplimientos de requisitos esenciales, como la existencia de información falsa o incompleta en algún aspecto relevante. La consecuencia de la verificación de la existencia de una objeción no subsanable de acuerdo al inciso 3) del artículo 10° de la LPAG, acarrea la nulidad de la inscripción o registro por el no cumplimiento de los requisitos, documentación o trámites esenciales.

Con relación a la reducción de requisitos para la inscripción de valores bajo este régimen, podemos añadir que el ROPPIA en comparación con el régimen general de oferta pública primaria mantuvo las mismas exigencias legales, salvo la reducción del número de los informes de clasificación de riesgo exigidos para valores representativos de deuda a solo un informe<sup>134</sup> y la no exigencia de contar con un representante de obligacionistas para las ofertas de bonos dirigidas exclusivamente a Inversionistas Institucionales.

Respecto al contenido del Prospecto Informativo, los emisores deben cumplir con las exigencias mínimas determinadas en el Manual para los supuestos de ofertas que puedan presentarse, como la dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados o la dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales, y en esta última como parte de una oferta internacional con tramo local o únicamente una oferta netamente local.

Sobre la presentación de estados financieros y memoria anual al momento de la inscripción, se mantuvo el mismo nivel de divulgación de información que el exigido en el régimen general. De igual forma los emisores deben presentar información sobre su grupo económico de acuerdo a la normativa de la materia al momento de iniciar el trámite de inscripción.

---

<sup>134</sup>En la práctica dicha flexibilidad de contar solo con una clasificación de riesgos no se ha dado, puesto que como estos valores van a ser adquiridos por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP), la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (SBS) exige que estos valores estén clasificados por dos (02) empresas clasificaciones de riesgo independientes para el registro de estos valores en su registro cuando la oferta es pública de conformidad con los artículos 2° y 5° del Título X del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, referido a Calificación y Clasificación de Riesgo de Inversiones aprobado mediante Resolución SBS N° 724-2001. En cambio, sólo se requerirá de una sola clasificación de riesgo cuando la colocación de instrumentos se lleve a cabo bajo la modalidad de oferta privada.

En cuanto a las obligaciones de información posteriores a la inscripción del valor en el RPMV como son la presentación de hechos de importancia y la presentación de información financiera y memoria anual, el ROPPIA pudo haberse diferenciado del esquema general de ofertas públicas primarias y ser un régimen más atractivo, reduciendo estas obligaciones al mínimo pero ello no fue así y mantuvo el mismo esquema de revelación, ello en atención que estos requerimientos se han establecido por rango Ley y que por un tema de conservadurismo del regulador, éste no buscó alguna interpretación a la normativa general de ofertas públicas que permitiera efectivizar una real reducción y flexibilización de la carga regulatoria sobre estas ofertas.

Sobre este punto, cabe mencionar que para los emisores y, especialmente, para nuevos emisores, mantener un sistema interno que les permita cumplir con las exigencias de revelación de información periódica y eventual es costoso, por lo que el ROPPIA pudo haber aliviado a los emisores esta carga informativa en atención a que estas ofertas no van dirigidas al público en general sino a un grupo de inversionistas que cuentan con la capacidad profesional, patrimonial y experiencia en la realización de inversiones en el mercado de valores, los cuales pueden obtener información relevante sobre la marcha del emisor directamente de éste, en la misma o en mayor proporción que el régimen general de revelación de información. Sobre dicha discusión regresaremos al momento de desarrollar la propuesta de un esquema de Oferta Híbrida en la Sección Cuarta.

En ese sentido, los emisores al amparo del ROPPIA deben presentar hechos de importancia de acuerdo a la Ley del Mercado de Valores y las disposiciones establecidas en el Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y otras Comunicaciones, Resolución CONASEV N° 107-2002-EF/94.10. De acuerdo al artículo 4° de dicho Reglamento se consideran hechos de importancia a: (a) los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que conforman su grupo económico; (b) la información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de los valores inscritos en el RPMV; y (c) la información necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como de los valores emitidos. Se establece también que los hechos de importancia deberán ser informados en el más breve plazo a través de los medios establecidos por la SMV y antes que

a cualquier otra persona o medio de difusión, como máximo dentro del día hábil siguiente de tomado el acuerdo o decisión o de ocurrido el hecho o acto, según sea el caso.

Respecto a la presentación de información financiera, en el marco del ROPPIA los emisores están obligados a presentar la siguiente información: Información financiera individual y consolidada anual auditada, Información financiera individual y consolidada trimestral no auditada y la memoria anual que incluye la información sobre cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas.

Finalmente, en cuanto a las características vinculadas con el rol supervisor del regulador, como ya hemos discutido anteriormente, dado que el trámite de inscripción de los valores y programas en el RPMV han sido diseñados como automáticos y ya no como procedimientos de evaluación previa, por lo que efectuar una revisión previa a la documentación e información presentada al trámite ya no corresponde sino que se aplicaría una supervisión posterior de acuerdo al marco establecido por el ROPPIA, la Política de Supervisión Posterior del ROPPIA y la LPAG. Para los emisores y estructuradores existe el riesgo potencial que posteriormente a la inscripción automática producto del ejercicio de la facultad de supervisión *ex post* ejercida por la SMV, esta pudiera determinar que existía una observación insalvable y por ende declarar la nulidad del acto administrativo.

Al respecto, se discute si efectivamente la supervisión *ex post* contribuyó a que el ROPPIA no haya sido usado en la frecuencia esperada. Sobre dicho punto, es pertinente resaltar que muchos de los emisores que utilizaron esta vía rápida creada por el ROPPIA a fin de reducir el riesgo vinculado a la nulidad posterior, con la venia del regulador iniciaban un *pre-filing*<sup>135</sup> ante la autoridad, antes de presentar formalmente el expediente. En la práctica el trámite automático del ROPPIA se desnaturalizaba con esta práctica y se generaban ineficiencias en el procedimiento de inscripción puesto que el regulador había establecido un procedimiento extraoficial previo de evaluación, restando tiempo y recursos en la evaluación de la información y documentación presentada. Por otro lado, esta práctica incentivaba a que el emisor traslade en algunos casos la labor de estructuración al regulador, a fin de que éste identifique previamente cualquier omisión u observación en la documentación de la oferta (prospecto informativo y contratos) que no fue evaluada en su oportunidad por la entidad estructuradora

---

<sup>135</sup> Procedimiento no regulado que buscaba evitar contratiempos posteriores a los emisores producto de la aprobación automática de la inscripción de valores y el registro de los prospectos informativos mediante una revisión previa por parte del regulador. Se buscaba generar predictibilidad.

contratada por el emisor.

Así también, producto de la inscripción de los valores en el RPMV, como ya hemos referido, en el marco del ROPPIA al igual que en el esquema general de las ofertas públicas primarias los emisores deben continuar suministrando al mercado y a los inversionistas información periódica (información financiera y memoria anual) así como información eventual (hechos de importancia). En tal sentido, ante el incumplimiento de la presentación de dicha información los emisores se encuentran sujetos a sanciones, siéndole aplicable el régimen sancionador establecido en el Reglamento de Sanciones aprobado mediante Resolución CONASEV N° 055-2001-EF/94.10 y sus modificaciones<sup>136</sup>.

A manera de conclusión, observamos que el ROPPIA no flexibilizó muchos de los requisitos aplicables al régimen general de ofertas públicas, ello debido a que fueron establecidos a nivel de la Ley del Mercado de Valores y porque según el análisis normativo del ROPPIA el regulador aún para este tipo de ofertas dirigidas a Inversionistas Acreditados consideraba que la regulación así como su aplicación debía continuar siendo paternalista y protectora para todo tipo de ofertas, sin efectuar diferenciaciones en función a las distintas necesidades de información que requieren estos inversionistas. Al respecto, creemos que en atención a la naturaleza de los inversionistas que van a adquirir los valores, los Inversionistas Acreditados, y a la facultad otorgada a la SMV de interpretar administrativamente las disposiciones de dicha norma, pudo establecer un marco reglamentario acorde a la protección real y efectiva que los Inversionistas Acreditados e Institucionales merecen, los cuales como ya ha sido explicado en la Sección 1 no requieren de la misma protección en el grado que un pequeño inversionista.

En efecto, la flexibilización de la regulación conlleva precisamente a reducir formalidades y plazos que faciliten el proceso de financiamiento de las empresas para lo cual se requiere que se creen mecanismos más rápidos o especiales como pudo ser el ROPPIA o como el esquema de las Ofertas Híbridas que se propone implementar en esta investigación.

---

<sup>136</sup> De acuerdo a los Anexos del Reglamento de Sanciones, se considera falta grave no comunicar hechos de importancia que tengan significativa repercusión en el mercado, correspondiéndole una sanción de multa entre veinticinco (25) UIT y hasta cincuenta (50) UIT). Así también, se considera falta leve no presentar oportunamente información financiera individual o consolidada auditada, los estados financieros intermedios individuales o consolidados, informe de gerencia, informe adicional de auditoría, hechos de importancia y memorias anuales, aplicándose como sanción amonestación o multa no menor de una (1) UIT ni mayor de veinticinco (25) UIT.

## 2. Desarrollo y evolución del ROPPIA desde el año 2007 hasta la fecha

Como se ha mencionado en la subsección anterior, tanto el regulador así como el mercado esperaban que con la aprobación del ROPPIA nuevos emisores así como aquellos que ya contaban con valores inscritos en el RPMV, puedan utilizar esta vía rápida de inscripción dirigiendo las ofertas hacia los Inversionistas Acreditados. Sin embargo, debido a varios factores y de problemas existente en el diseño de este modelo, comentados en la subsección anterior, las ofertas realizadas bajo este esquema entre el año 2007 y el año 2012 no han sido representativas y en vez de incrementarse con el transcurrir del tiempo han disminuido como procederemos a observar a continuación.

Entre el año 2007 y el año 2011 como se observa del Cuadro N° 18, sólo diez (10) emisores inscribieron valores en el RPMV a través del ROPPIA. En el año 2007, los emisores que inscribieron valores en el RPMV fueron el Banco Continental, Edegel S.A.A., Edelnor S.A.A., Scotiabank Perú y el Banco de Crédito del Perú, este último inscribió dos programas de emisión. En el año 2008, participaron el Scotiabank Perú, el Banco de Crédito del Perú y Telefónica del Perú. En el año 2009 inscribieron valores en el RPMV los emisores Corp. Banca y Kallpa Generación, mientras que en el año 2010 los emisores Telefónica Móviles e Inmuebles Comerciales del Perú inscribieron valores en el RPMV. Todos estos emisores inscribieron programas de emisión de bonos corporativos a excepción del Banco Continental que inscribió un programa de bonos subordinados en el RPMV.

Cabe señalar que en el año 2011 no se inscribió ningún valor en el RPMV y en el 2012 pudo haber ocurrido lo mismo si es que no se hubiesen llevado a cabo las ofertas internacionales con un tramo de colocación en el país bajo el ROPPIA; asimismo en el mes de setiembre del año 2012 se inscribió un nuevo programa de bonos de H2OImos S.A. por la suma de US\$ 128,000,000 en el RPMV.<sup>137</sup>

De igual forma, cabe señalar que el monto acumulado inscrito del ROPPIA al 2011 asciende a US\$ 2,388,000,000, siendo el año 2008 el año en donde se tuvo el mayor monto inscrito ascendente a US\$ 988,000,000 como puede observarse del cuadro N° 20.

---

<sup>137</sup>Reporte Mensual del Mercado de Valores – Diciembre 2012, Superintendencia del Mercado de Valores – SMV. Disponible en <http://www.smv.gob.pe>.

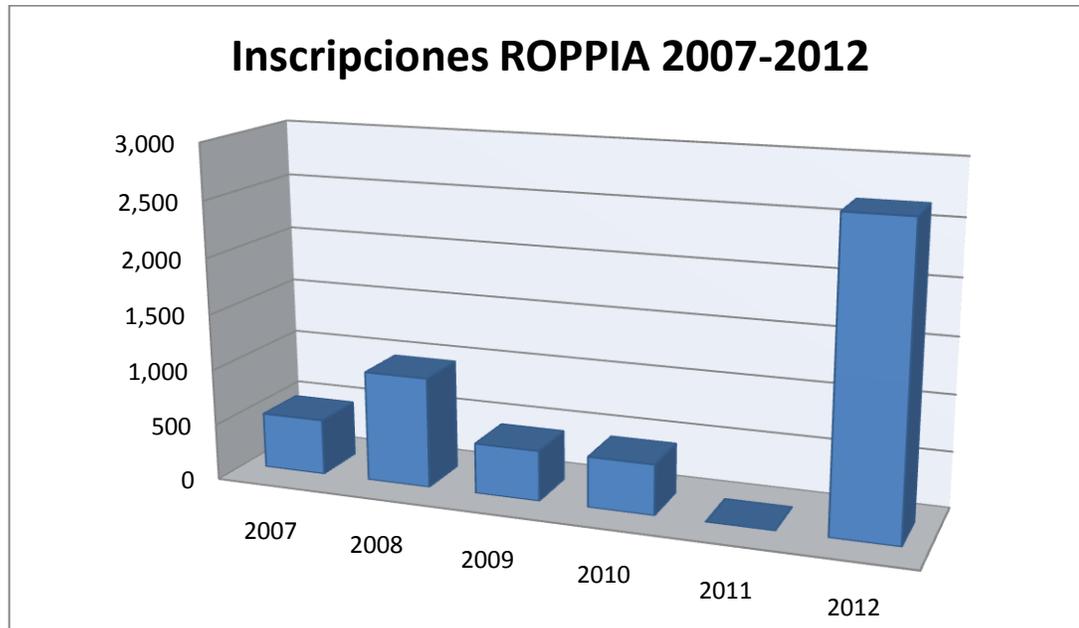
**Cuadro N° 20**  
**Monto de inscripciones ROPPIA efectuadas entre el año 2007 y el año 2011**  
**(Cifras en US\$ Millones)<sup>138</sup>**

Inscripciones	Años				
	2007	2008	2009	2010	2011
Banco Continental	50				
Edegel S.A.A.	100				
Edelnor S.A.A.	150				
Scotiabank Perú		200			
Banco de Crédito del Perú	200	338			
Telefónica del Perú		450			
Corp Banca			200		
Kallpa Generación			250		
Telefónica Móviles S.A.				350	
Inmuebles Comerciales del Perú				100	
	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Total ROPPIA</b>	<b>500</b>	<b>988</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>0</b>
<b>Total acumulado ROPPIA</b>	<b>500</b>	<b>1,488</b>	<b>1,938</b>	<b>2,388</b>	<b>2,388</b>

Considerando todas las inscripciones de valores bajo el ROPPIA incluyendo a las ofertas internacionales con tramos de colocación en el país realizadas bajo Rule 144A de la *U.S. Securities Act of 1933* observamos de acuerdo al Cuadro N° 21 siguiente que a nivel comparativo las inscripciones llevadas a cabo en el 2012 han superado grandemente a las inscripciones de los años anteriores en donde aún no existía la posibilidad reglamentaria para llevar a cabo ofertas internacionales con tramos locales mediante el ROPPIA.

<sup>138</sup> Información elaborada a partir de los reportes mensuales del Mercado de Valores y los anuarios estadísticos de la SMV entre el 2007 al 2011.

**Cuadro N° 21**  
**Monto de inscripciones ROPPIA efectuadas entre el año 2007 y el año 2012**  
**(Cifras en US\$ Millones)<sup>139</sup>**



Producto de la aprobación de la Resolución SMV N° 004-2011-EF/94.01.1, de fecha 11 de noviembre de 2011, se incorporaron al Manual requisitos exigibles a las ofertas internacionales con tramos de colocación en el mercado peruano que se efectúen al amparo de la Rule 144A de la U. S. *Securities Act of 1933*, permitiendo que emisores con o sin valores inscritos en el RPMV puedan efectuar ofertas dirigidas exclusivamente a Inversionistas Institucionales. La necesidad de canalizar dichas ofertas como una oferta pública a través del ROPPIA, como ya fue señalado, en la subsección anterior, se debe a razones tributarias las cuales permiten que las ofertas internacionales cuenten con el beneficio de la exoneración al pago del impuesto general a la ventas por el servicio de financiamiento prestado por los inversionistas que adquieren dichos valores cuando las ofertas cuenten con un tramo local. Otra razón importante de los emisores que se financian internacionalmente es poder acceder a un mayor número de inversionistas extranjeros y locales.

<sup>139</sup> Información elaborada a partir de los reportes mensuales del Mercado de Valores y los anuarios estadísticos de la SMV entre el año 2007 al 2011.

Los emisores que a la fecha han usado este medio para financiarse internacionalmente haciendo uso de la Rule 144A de la *Securities Act of 1933* vía el ROPPIA con ofertas con tramo local son Volcan Compañía Minera S.A.A., Corporación Financiera de Desarrollo S.A. – COFIDE, BBVA Banco Continental, Corporación Azucarera del Perú S.A – COAZUCAR, Maestro Perú S.A y Scotiabank Perú. Destaca los montos inscritos por dichos emisores en el RPMV así como los montos efectivamente colocados en el país.<sup>140</sup>

Otro indicador, que nos permite identificar que el ROPPIA no ha sido usado en la magnitud esperada lo constituye el monto de las colocaciones llevadas a cabo por los emisores en el país, como se observa de los cuadros N° 22 y 23 que a continuación presentamos. Cabe precisar que en dichas fecha los montos colocados a través del régimen general de ofertas públicas superaron grandemente estos montos.

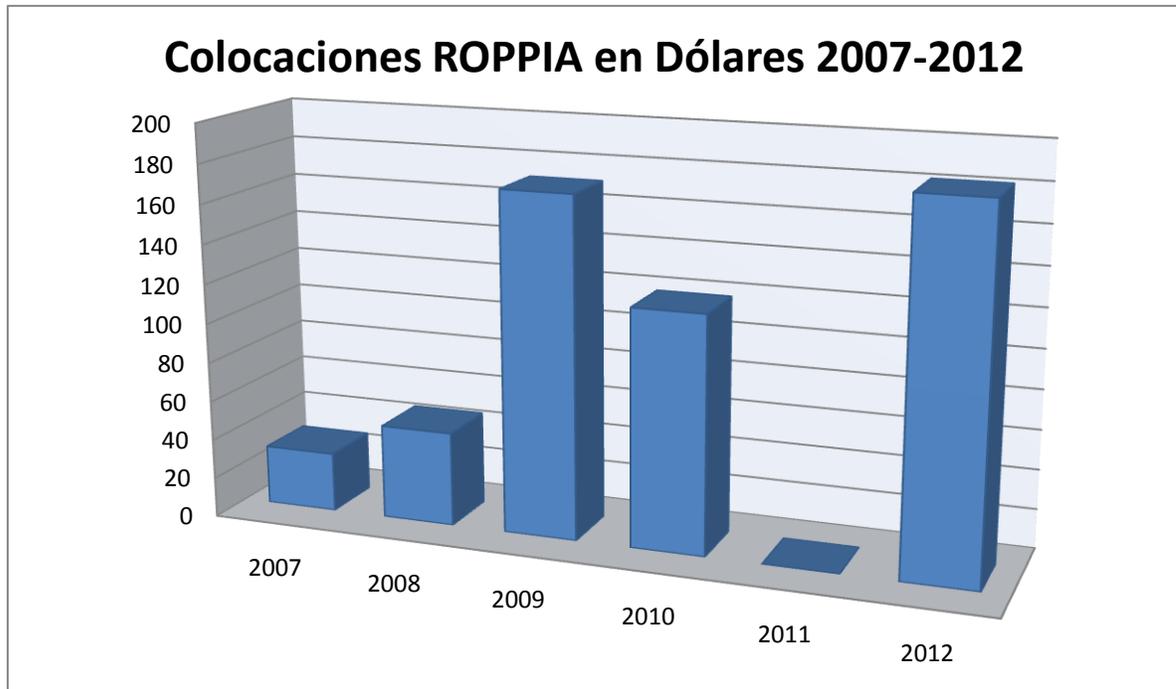
**Cuadro N° 22**  
**Monto de colocaciones ROPPIA efectuadas entre el año 2007 y el año 2011**  
**(Cifras en US\$ Millones)<sup>141</sup>**

Colocaciones	Años				
	2007	2008	2009	2010	2011
Banco Continental	50				
Edegel S.A.A.	99				
Edelnor S.A.A.	125				
Scotiabank Perú		124			
Banco de Crédito del Perú	197				
Telefónica del Perú		120			
CorpBanca					
Kallpa Generación			172		
Telefónica Móviles S.A.				95	
Inmuebles Comerciales del Perú				19	
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Total ROPPIA</b>	471	244	172	113	0
<b>Total acumulado ROPPIA</b>	<b>471</b>	<b>715</b>	<b>887</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>

<sup>140</sup> Para mayor ampliación, revisar el Anexo 3 de la presente investigación que contiene en detalle información sobre las inscripciones efectuadas bajo el régimen ROPPIA entre el año 2007 al año 2012.

<sup>141</sup> Información elaborada a partir de los reportes mensuales del Mercado de Valores y los anuarios estadísticos de la SMV entre el 2007 al 2011.

**Cuadro 23**  
**Monto de colocaciones ROPPIA efectuadas entre el año 2007 y el año 2012**  
**(Cifras en US\$ Millones)<sup>142</sup>**



Se advierte en el cuadro N° 23 que las colocaciones que impulsaron al régimen ROPPIA en el año 2012 lo constituyeron exclusivamente las colocaciones efectuadas bajo la Rule 144A de la U. S. Securities Act of 1933 con un tramo local en el país.

A partir de la información presentada en esta subsección, observamos que, efectivamente, el ROPPIA no ha constituido un medio importante y masivo por el cual los emisores han podido obtener financiamiento a través de un procedimiento de inscripción *fast track* y con menores requisitos para la inscripción de valores. Si bien en los primeros años de vigencia del ROPPIA hubo un mayor interés en el uso de estas ofertas por parte de algunos emisores, con el transcurrir de los años las inscripciones disminuyeron hasta ser nulas en el 2011 y a setiembre de 2012 se registró solo una nueva inscripción.

<sup>142</sup>Información elaborada a partir de los reportes mensuales del Mercado de Valores y los anuarios estadísticos de la SMV entre el 2007 al 2012.

Se observa también, que en el 2012 las inscripciones de ofertas internacionales realizadas al amparo de la Rule 144A de la *US Securities Act of 1933* con tramos de colocación en el país han tenido un gran desarrollo en el país, ello en atención al beneficio tributario aplicable a estas ofertas. De no existir estas ofertas internacionales con tramos de colocación local que se canalizan a través del ROPPIA, puesto que van dirigidas exclusivamente a Inversionistas Institucionales, las estadísticas e información económica habrían arrojado que el ROPPIA no constituye un medio adecuado para que los emisores puedan acceder de forma rápida a financiamiento.

### 3. ¿El ROPPIA es un Caso Exitoso de Oferta Híbrida?

A partir de lo discutido en las dos subsecciones anteriores hemos podido estudiar y entender la lógica de las ofertas realizadas bajo régimen ROPPIA e identificar los problemas y errores en su diseño que nos llevaría a considerar de manera preliminar que el ROPPIA no constituye un caso exitoso de Oferta Híbrida.

Al respecto, consideramos que el ROPPIA no constituye un caso exitoso de Oferta Híbrida debido a: (i) errores en su diseño y estructura interna que no permitieron cumplir con los objetivos para los cuales fue creado; y (ii) la reafirmación de la protección paternalista que el regulador mantiene incluso en ofertas dirigidas a Inversionistas Acreditados.

A partir de ello podemos referir respecto al numeral (i) que efectivamente a pesar que el ROPPIA puede catalogarse como un ejemplo de Oferta Híbrida puesto que este régimen se construye a partir del esquema general de oferta pública al cual se le han flexibilizado algunos requisitos y obligaciones como la reducción del plazo general de la Ley del Mercado de Valores para evaluar un expediente de treinta (30) días a un sistema de aprobación automática, la exigencia de contar solo con un informe de clasificación de riesgo, además que las ofertas se dirijan exclusivamente a Inversionistas Acreditados y que estos valores se encuentren restringidos en su negociación solo a dichos inversionistas, el ROPPIA continuó manteniendo el mismo estándar de revelación de información periódica y eventual al mercado luego de la inscripción del valor al igual que las ofertas realizadas bajo el régimen general y el rol del Estado en estas ofertas continuó siendo el mismo que se aplica al mercado general de ofertas públicas.

De acuerdo a los Casos Exitosos de Ofertas Híbridas los esquemas de divulgación de información tanto durante como posterior a la inscripción y a la realización de la oferta son requerimientos simplificados, de carácter informativo al regulador y no al mercado, no siéndoles exigibles el mismo estándar de revelación que el aplicado para las ofertas públicas del régimen general. Por el contrario, en el ROPPIA se mantenían aplicables las obligaciones de información eventual y periódica al mercado como son los hechos de importancia y la información financiera. Por consiguiente, en este aspecto fundamental para los emisores, el ROPPIA no cumplió con el objetivo de flexibilizar las ofertas dirigidas a Inversionistas Acreditados e Inversionistas Institucionales y de incentivar a que nuevos emisores y ofertas privadas se incorporen a este esquema.

Así también, cabe señalar que el ROPPIA mantuvo el mismo estándar de lineamientos y de contenido mínimo de la información a ser revelada en los prospectos informativos, el cual se reguló dentro del Manual que aplica a todo tipo de oferta pública. En la medida que estas ofertas van a ser dirigidas a personas sofisticadas y calificadas como los Inversionistas Acreditados, el ROPPIA pudo haber simplificado el contenido mínimo de la información que debe revelarse en el prospecto informativo o en el mejor de los casos dejar a la libertad del emisor y al estructurador decidir qué información debe contener el prospecto informativo.

Por otro lado, otro error vinculado con el diseño del modelo es precisamente la forma como se presentó al mercado los efectos del control posterior a efectuarse a la documentación e información presentada por los emisores al trámite de aprobación automática. Si bien las consecuencias derivadas de la existencia de información falsa presentada por el emisor de acuerdo a la LPAG acarrear la nulidad del acto administrativo, consideramos que en el texto del ROPPIA no debió desarrollarse dicho tema y aún más aprobar una política al respecto, pues, originó mayores reparos a los emisores y estructuradores respecto a la conveniencia de iniciar un trámite vía el ROPPIA.

Los emisores ante dicho sobredimensionamiento habrían optado por continuar sus trámites a través del régimen general de oferta pública, en los cuales como se detalló en la subsección 1 de la presente Sección 2, del 2006 al 2011 los plazos promedio de revisión de un expediente administrativo se redujeron considerablemente. Sin duda, ante la posible nulidad vinculada a la aprobación automática de la inscripción del valor con el ROPPIA, y ante la reducción sustancial de los plazos, un emisor prefiere un trámite de evaluación previa, donde el regulador revisa la

documentación previamente a la inscripción y luego de dicha revisión cabe la posibilidad de observaciones, las cuales luego de ser subsanadas concluye el trámite con la expedición de una resolución, documento que le otorga seguridad al emisor para poder iniciar la oferta y colocar valores en el mercado.<sup>143</sup>

En cuanto al numeral ii) podemos señalar que el ROPPIA mantuvo la misma lógica de protección que el régimen general mediante la revelación de información al mercado a cargo del emisor. Si bien las ofertas que se realizaban se dirigían exclusivamente a Inversionistas Acreditados, los cuales no requieren de la misma protección que el exigido por los pequeños inversionistas, la concepción que el regulador plasmó en este reglamento es equivocada puesto que el ROPPIA asume que si bien cuentan con capacidad para procesar información, mantienen dificultades para acceder a información al igual que los pequeños inversionistas. Al respecto, de la evaluación de los sujetos (personas naturales y personas jurídicas) considerados como Inversionistas Acreditados de acuerdo al ROPPIA creemos que dichos inversionistas si pueden acceder a información relevante de los valores, la oferta y del emisor de forma directa y sin incurrir en altos costos de transacción, por lo que no requieren de similar protección que un pequeño inversionista.

En la medida que no existen tales costos de transacción y evidenciado que los Inversionistas Acreditados cuentan con poder de negociación que les permite poder acceder a información directamente del emisor y de procesar la información sin dificultades, el ROPPIA pudo estructurarse a partir de estos presupuestos y efectivamente debió aliviar la carga informativa al mercado y de flexibilizar al mínimo los requisitos para inscribir valores en el RPMV.

El ROPPIA en ese sentido debió estructurarse como un modelo híbrido que diera respuesta a la necesidad de financiamiento rápido de los emisores y, por el otro lado el de reconocer la trascendencia e importancia de los Inversionistas Acreditados en el mercado primario de valores, principalmente el de instrumentos representativos de deuda. En esa línea, la redefinición del rol del regulador en este tipo de ofertas implicaría reconocer que en estas ofertas el interés público vinculado a la protección de los inversionistas se relativiza porque las

---

<sup>143</sup> La introducción de los prospectos y contratos electrónicos a través de los *Eprospectus* por parte de la SMV, que permiten la realización de ofertas de instrumentos de corto plazo y de bonos, habrían también contribuido junto con la reducción de los plazos en la revisión de la documentación e información por parte de la SMV en el régimen general a inutilizar al ROPPIA como mecanismo para obtener financiamiento rápido.

ofertas no van dirigidas al público en general sino a un determinado segmento del público, los Inversionistas Acreditados.

A manera de conclusión final, podemos señalar que en la medida que las normas sobre ofertas públicas que se propongan con el objetivo de facilitar el financiamiento de empresas, no respondan efectivamente a reducir costos de transacción y hacer más predecible la actuación del regulador, cualquier modelo que se estructure fracasará al igual que el ROPPIA. Por lo que se requiere al momento de diseñar marcos normativos y de aplicarlos establecer el nivel exacto de protección que las normas sobre ofertas públicas deben otorgar a los destinatarios de la oferta, considerando sus particularidades y el diferente grado de sofisticación y de capacidad para reducir la asimetría informativa y los costos de transacción por su cuenta.



### III. ANÁLISIS COMPARATIVO DEL ROPPIA CON LOS ESQUEMAS EXITOSOS DE OFERTAS HÍBRIDAS

En la presente sección procederemos a comparar el modelo nacional del ROPPIA con los Casos Exitosos a fin de tener una base que nos permita fundamentar en la Sección Cuarta el modelo de Oferta Híbrida a ser implementado en nuestro país. Es por ello que, a partir del desarrollo de los conceptos claves y características de estas ofertas, identificadas en las secciones anteriores, se podrá establecer las diferencias y similitudes entre el ROPPIA y los Casos Exitosos.

Cabe señalar también que, a partir del estudio de los fundamentos y características del régimen ROPPIA efectuada en la sección anterior, en donde concluimos que dicho régimen no ha constituido un caso exitoso de Oferta Híbrida, podemos identificar con mayor precisión aquellas similitudes y diferencias existentes entre el ROPPIA y los Casos Exitosos. Al respecto, el ROPPIA, presenta ciertos errores en cuanto a su diseño y estructura interna que no le ha permitido cumplir con los objetivos para los cuales fue creado, desincentivando el uso de este régimen híbrido por parte de los emisores. Es evidente que el hecho de mantener, en el ROPPIA, la misma concepción paternalista que sustenta el régimen general de ofertas públicas, y además, que no se haya llevado a cabo una diferenciación necesaria respecto al grado de protección que la regulación brinda al inversionista en función a su sofisticación y a la capacidad para salvar la asimetría informativa, motivó que dicho régimen fracasara.

A continuación, detallaremos las principales diferencias entre el ROPPIA y los modelos de Ofertas Híbridas que han sido considerados en la presente investigación.

#### 1. Similitudes y diferencias entre el ROPPIA y los modelos de Ofertas Híbridas.

Con relación a la conceptualización del nombre Ofertas Híbridas, de acuerdo a lo expuesto en la presente investigación, el Banco Mundial, en su estudio *“Select Country Practices in Primary Market Regulation of Corporate Bonds”*<sup>144</sup> refiere que no existe en la literatura dicha categoría de oferta como tal, sino que dicho término ha sido definido por este Organismo Internacional a partir de las características y particularidades de los modelos de ofertas primarias de valores adoptados por las legislaciones de países desarrollados y emergentes que hicieron cambios a su normativa de oferta pública a fin de promover la emisión de bonos en sus jurisdicciones.

<sup>144</sup> WORLD BANK GROUP, Loc. Cit. pág.5.

El modelo de Oferta Híbrida toma elementos claves de las ofertas públicas y de las ofertas privadas a fin de desarrollar un tipo de oferta flexible, por el cual los emisores pueden acceder a financiamiento rápido bajo determinadas condiciones y particularidades, y cuyos valores a ser emitidos en el marco de estas ofertas serán adquiridos sólo por Inversionistas Institucionales e Inversionistas Sofisticados, y que además, su negociación se llevará a cabo únicamente entre estos inversionistas por un determinado tiempo hasta que culmine el plazo en que dichos valores dejan de ser restringidos<sup>145</sup>. Dichas ofertas se caracterizan también porque el rol del Estado en la supervisión y monitoreo de tales ofertas es distinto y se adecúa a la naturaleza y características de los destinatarios de estas ofertas los cuales no requieren de protección al nivel de los pequeños inversionistas.

A continuación desarrollaremos las similitudes y diferencias entre el ROPPIA y los Casos Exitosos considerando los siguientes aspectos: (i) rol del regulador; (ii) requisitos para el registro de ofertas; (iii) obligaciones de información; (iv) público objetivo; (v) negociación secundaria; y (vi) tutela al inversionista.

### 1.1 Rol del regulador

El rol del regulador en el marco de las ofertas que son objeto de estudio comprende dos dimensiones que explican la manifestación de cómo el regulador ejerce sus facultades de supervisión y control sobre las ofertas realizadas por los emisores y que, en el caso de las Ofertas Híbridas, dicho enfoque es completamente diferente al régimen aplicable a las Ofertas Públicas.

La primera dimensión se vincula con el grado de participación y función que cumple el regulador en el marco de las ofertas que se encuentran bajo su competencia. Esta actuación responde al cumplimiento de las obligaciones y responsabilidades asignadas por el marco normativo que exteriorizan la necesidad de protección de los destinatarios de la oferta en la medida que tengan dificultades para acceder y procesar información necesaria para la toma de decisiones de inversión tales como los costos de transacción y la asimetría informativa, y que

---

<sup>145</sup> Son valores restringidos de acuerdo a la normativa de los EE.UU. aquellos valores que fueron colocados y emitidos de forma privada o bajo alguna excepción de registro en la SEC y que se encuentran sometidos a determinadas limitaciones a su libre transferencia entre el público en general como el de mantenerlos en cartera por un periodo que va entre seis (06) meses a un año antes de su venta o de registrarlos previamente antes de negociarlo en mecanismos centralizados.

por ello se considera que existe un interés público que proteger, razón por la cual el Estado debe intervenir a fin de exigir compulsivamente al propio emisor la revelación de información.

Dicha dimensión se verifica principalmente durante la fase de inscripción de un valor, el registro del prospecto informativo, o la comunicación de la oferta por parte del emisor ante el regulador, en donde se puede identificar el grado de participación e intervención que tiene la autoridad en la revisión y autorización del Prospecto Informativo. Supone también, la verificación del cumplimiento de determinados requisitos de presentación de información y documentación adicional a la oferta que es objeto de revisión por parte del regulador.

La otra dimensión, del rol del regulador se encuentra presente en la supervisión y monitoreo posterior a la oferta y colocación de los valores, durante todo el periodo de vida del instrumento hasta su cancelación, amortización o rescate, manifestándose en la verificación y seguimiento de que los emisores cumplan con las obligaciones de suministro al mercado de información periódica y eventual. Ello es así porque un mercado informado supone que la información constituye el insumo necesario para la determinación del precio de los valores, lo que posibilita el desarrollo y el crecimiento de los mercados secundarios.

Es por ello que en las Ofertas Híbridas es claro que el rol del Estado es menos intenso y con una perspectiva distinta que se adecua a las particularidades de estas ofertas especiales como son el público objetivo al cual se dirige la invitación, conformado exclusivamente por Inversionistas Institucionales e Inversionistas Sofisticados, los cuales no requieren de protección del Estado; la flexibilización de requisitos y plazos vinculados a los trámites de aprobación a fin de que los emisores puedan obtener financiamiento oportuno en el mercado; la reducción de las obligaciones de información periódica; y el mantenimiento de la protección del regulador ante prácticas fraudulentas cometidas por el emisor y los participantes del mercado de valores.

Un aspecto central del rol del Estado es precisamente el régimen o sistema de aprobación de las ofertas que son sometidas o presentadas al regulador. De acuerdo al Cuadro N° 1 del punto 2 de la Sección Segunda, se advierte que, en las Ofertas Híbridas, el régimen de aprobación de la documentación e información presentada, a diferencia de las ofertas públicas, no requieren de la aprobación u autorización del regulador, o en todo caso dicha aprobación es automática o se realiza en periodos muy cortos de tiempo.

En el caso Brasileño, el régimen Híbrido se encuentra regulado en la Instrucción N° 476 del 16 de enero de 2009 y no existe un trámite previo para el registro de las ofertas, ya que éstas ofertas se encuentran exentas de su registro ante la CVM<sup>146</sup> siempre que cumplan con los requisitos establecidos en dicha norma. Lo que sí existe es la obligación del intermediario de comunicar a la CVM, en un plazo de cinco (05) días luego de llevada a cabo la colocación, información de los resultados de la colocación con el detalle del tipo de valor emitido y sus características.<sup>147</sup>

De igual forma, de acuerdo a la regulación comunitaria de la Unión Europea comentada en la Sección Primera, en la Directiva no existe obligación de presentar un Prospecto Informativo o documento alguno para aquellas ofertas que constituyan supuestos exentos del registro, tales como la oferta dirigida únicamente a Inversionistas Cualificados, debiendo sí presentar determinada información si estos valores van a ser listados y admitidos a negociación en algún mecanismo de negociación regulado de los países miembros de la Unión Europea.

Así también, de la revisión del estudio del Banco Mundial, observamos que en el caso de Tailandia, el registro de la oferta es casi automático, puesto que el emisor debe presentar una solicitud de registro y un prospecto resumido con la correspondiente clasificación de riesgo a su regulador.<sup>148</sup> Por su parte, siendo un régimen Híbrido en el caso de Malasia su regulación ha establecido un plazo de catorce (14) días para la revisión y aprobación del documento informativo presentado por el emisor, cuyo contenido de información es más reducido que el exigido en el régimen general.<sup>149</sup>

En efecto, en las Ofertas Híbridas el regulador no tiene un rol vital en la aprobación o evaluación de la documentación e información vinculada al valor y a la oferta, sino que únicamente procederá a verificar que se haya cumplido con presentar cada uno de los documentos requeridos por la normativa. No se procederá a revisar el contenido de la documentación, limitándose en algunos casos a registrar y archivar la documentación. Los requisitos exigidos podrán comprender desde una única solicitud con un detalle muy sucinto sobre cuáles son los valores de que trata la oferta, características de la oferta y la identificación

---

<sup>146</sup> Disposición sobre las ofertas públicas de valores mobiliarios distribuidas con esfuerzos restringidos y la negociación de valores mobiliarios en mercados reglamentados, Instrucción N° 476, Brasil, 16 de enero de 2009.

<sup>147</sup> *Ibidem*.

<sup>148</sup> WORLD BANK GROUP, *Loc. cit.*, pág. 34.

<sup>149</sup> *Idem*, pág. 31.

del emisor o también podrá comprender a parte de una solicitud, la remisión de un prospecto informativo el cual puede ser un prospecto simplificado o reducido en comparación al que se presenta en el marco de un régimen general de oferta pública.

En cuanto al régimen del ROPPIA, este modelo se caracteriza al igual que las Ofertas Híbridas por tener un régimen de aprobación distinto al régimen general de ofertas públicas,<sup>150</sup> estructurándose la inscripción de valores y/o programas de emisión y del registro de los prospectos informativos ya no como un procedimiento de evaluación previa sino como uno de registro automático sujeto a evaluación *ex - post*. Además, dicha aprobación automática engloba también a todo trámite vinculado a dichas ofertas, como son, la prórroga del plazo de colocación del valor, la prórroga del plazo de vigencia del trámite anticipado y la aprobación de variaciones fundamentales en los Prospectos Informativos.

Al igual que el caso brasileño las ofertas realizadas bajo el régimen ROPPIA constituyen ofertas públicas a diferencia del caso de EE.UU y de la Unión Europea en donde estas ofertas califican como ofertas privadas u ofertas exentas de registrarse antes sus reguladores.

Cabe precisar que, como consecuencia de que el trámite de inscripción ya no era uno de evaluación previa sino uno de aprobación automática con evaluación posterior, se estableció una política de *pre filing* entre los emisores y estructuradores y el regulador, a fin de que éste último lleve a cabo una revisión previa a la documentación que se iba a presentar posteriormente en el trámite regular para inscribir el valor en el RPMV. Dicha práctica, tenía por objeto reducir el riesgo derivado de una declaratoria de nulidad a la inscripción del valor a cargo del regulador. Si bien hasta cierto punto podría ser atendible la aplicación de esta práctica en las primeras ofertas, ya que este mecanismo de inscripción automático introducido con el ROPPIA era novedoso, consideramos que era negativo que la práctica del *pre filing* se haya generalizado e introducido como una etapa más en el procedimiento de aprobación automática los años posteriores a su introducción en el año 2006.

De lo expuesto, si bien el ROPPIA desarrolló un esquema de aprobación automático de inscripción al igual que los esquemas exitosos de Ofertas Híbridas, en la práctica en los

---

<sup>150</sup> En el caso peruano el plazo general establecido en la Ley del Mercado de Valores para la inscripción primaria de un valor en el RPMV es de treinta (30) días hábiles, existiendo también plazos más reducidos en función al tiempo que un emisor tiene valores inscritos en el RPMV y al tipo de valores que van a ser emitidos.

trámites de inscripción existía un procedimiento de evaluación previa encubierto que implicaba que un valor o un programa antes de su inscripción automática debía pasar el filtro y revisión del regulador. Dicha práctica, entorpecía la canalización eficiente de recursos de los sujetos superavitarios hacia los sujetos deficitarios ya que los emisores no podían definir en que fechas salir al mercado, en función a sus requerimientos y necesidades de financiamiento, sino que adicionalmente debían considerar el plazo que el regulador se tomaba para la evaluación extraoficial del *pre filing*. En consecuencia, dicha práctica transformaba el procedimiento automático en uno de evaluación previa siendo irrazonable para este modelo este paso previo.

Al respecto somos de la opinión que no existe sustento para llevar a cabo *pre filing* en ofertas canalizadas a través del ROPPIA dado que las ofertas se dirigen a Inversionistas Acreditados e Inversionistas Institucionales que no requieren de protección equivalente a la que se otorga al público en general. Incluso esta práctica tampoco debería ser admitida para los trámites normales del régimen general de ofertas públicas en consideración a que cada participante en el mercado de valores debería asumir su función en las emisiones que van a salir al mercado a levantar fondos del público, lo que implica cumplir con las obligaciones y responsabilidades frente al mercado y a los inversionistas las cuales se encuentran establecidas en la normativa.

Al respecto, en las ofertas públicas participan tanto estructuradores, colocadores, representantes de obligacionistas, clasificadoras de riesgo, sociedades de auditoría entre otros sujetos que deben asumir su rol en función a la naturaleza de responsabilidades y obligaciones especiales que la regulación les establece además de la pactada contractualmente con el emisor. Es por ello que quienes asumen la máxima responsabilidad por el contenido de la información revelada en los prospectos informativos son el emisor, el estructurador y los funcionarios de ambos. Respecto de los otros sujetos su responsabilidad se circunscribe a la función o labor específica a su cargo.

En ese marco, además del emisor y del estructurador los otros participantes deben asumir responsabilidad por la opinión y revisión llevada a cabo a la información trasladada por el emisor (pe. dictamen de auditoría, clasificación de riesgo u opinión de experto tributario) contenida en los documentos e información que el emisor presenta al trámite y cuya revelación ha sido revisada o evaluada por estos participantes, de conformidad con la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos. Por lo que, estas responsabilidades no pueden ser trasladadas al regulador para validar o emitir opinión respecto a temas inherentes y de responsabilidad directa de dichos participantes quienes deben asumir su función. Sin perjuicio de ello, el regulador tiene la

obligación de verificar que la información esté presente en la documentación revelada por el emisor en el Prospecto Informativo y verificando que los demás participantes cumplan con su función de acuerdo a la normativa.

El ROPPIA pudo estructurarse al igual que los esquemas Híbridos manteniendo un plazo de evaluación antes de su aprobación similar al sistema de Malasia (14 días) o como el aplicable para las emisiones efectuadas a través de los prospectos y contratos electrónicos del Sistema Eprospectus<sup>151</sup> para bonos de siete (07) días, evitándose la aprobación automática que implica una percepción negativa por la posible nulidad posterior ya comentada<sup>152</sup>. Además, el ROPPIA debió identificar expresamente cuál es el alcance de la revisión que el regulador debe llevar a cabo respecto a la documentación e información proporcionada en el trámite.

Finalmente podemos señalar que, al incluir la aprobación automática en la estructura del ROPPIA se esperaba que esta característica iba a atraer a los emisores; sin embargo, de acuerdo a lo sostenido en la presente investigación ello no ocurrió por el riesgo derivado de la falta de predictibilidad en la aplicación del control posterior respecto de la documentación e información presentada que podía culminar en una nulidad del registro. Esto último distorsionó los aspectos positivos que el ROPPIA presentaba en cuanto a rapidez para su inscripción.

## 1.2 Requisitos y plazos para el registro de las ofertas

De acuerdo a lo establecido en la Sección Primera, en las Ofertas Híbridas al estructurarse como un esquema mucho más flexible y promotor del financiamiento del mercado de valores, los requisitos requeridos por la regulación son menores en comparación al régimen general de ofertas públicas. Por ello, el tiempo derivado en la preparación previa de la documentación por parte del emisor, el estructurador y sus asesores se reducen al igual que la labor del regulador.

Al respecto, el documento central en el marco de una oferta pública de valores lo constituye el Prospecto Informativo. Dicho documento recoge los términos y condiciones generales y

---

<sup>151</sup> Eprospectus es un sistema electrónico creado por la SMV en el año 2009 el cual cuenta con formatos de contratos y actos de emisión, prospectos informativos electrónicos y contratos de colocación pre establecidos correspondientes a Instrumentos de Corto Plazo, que pueden ser utilizados por emisores habituales en el mercado de valores (que tengan inscritos valores por más de un año) que se encuentren al día en sus obligaciones de información al mercado. En la actualidad ya se encuentra implementado el Eprospectus para bonos corporativos.

<sup>152</sup> Revisar la sección segunda en donde se analiza la problemática originada por el régimen de aprobación automática del ROPPIA.

también específicos de la oferta, las características de los valores a emitirse, así como de la información de los negocios y operaciones del emisor, incluyéndose también información financiera, discusión de la administración respecto de los resultados de las operaciones de la empresa, declaraciones de responsabilidad por el contenido de la información y factores de riesgo.

Toda información revelada en el Prospecto Informativo debe cumplir con el principio de transparencia, por lo que la información contenida en dicho documento, deberá ser veraz, suficiente, clara y oportuna. En nuestra regulación la Ley de Mercado de Valores en su artículo 10° ha establecido el estándar de información requerido para cualquier tipo de información que se divulgue públicamente en el mercado de valores, estableciéndose que toda información que por disposición de esta norma deba ser presentada a la SMV, a la bolsa, a las entidades responsables de los mecanismos centralizados o a los inversionistas, deberá ser veraz, suficiente y oportuna. Este estándar es común al de otras jurisdicciones como el la Unión Europea en donde se ha señalado como considerando para la aprobación de la Directiva sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en su considerando 18 que *“La aportación de información completa referente a valores y emisores de tales valores promueve, junto con las normas de conducta, la protección de los inversores. Además, tal información es un medio eficaz para aumentar la confianza en los valores mobiliarios y contribuye por lo tanto al funcionamiento y desarrollo apropiados de los mercados de valores. La forma apropiada de proporcionar esta información es la publicación de un folleto.”*<sup>153</sup>

Respecto al Prospecto Informativo cabe señalar que el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores - IIMV, del cual el Perú es país miembro en el documento *“Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica”* ha señalado que en todas las jurisdicciones representadas en el IIMV, la elaboración de prospectos de ofertas públicas obedece a los mismos o similares principios generales sobre la calidad de la información que el prospecto contiene, exigiéndose que la información sea completa, verdadera, actual, clara, objetiva y legal, que permita a los destinatarios formarse un juicio fundado sobre la oferta, los valores mobiliarios objeto de la misma y los derechos que son inherentes, sobre las características

---

<sup>153</sup>Directiva sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, N° 2003/71/CE, Del Parlamento Europeo y del Consejo, Diario Oficial de la Unión Europea, 4 de noviembre de 2003.

específicas, la situación patrimonial, económica y financiera y las previsiones relativas a la evolución de la actividad y los resultados del emisor y de un eventual garante<sup>154</sup>.

En ese sentido, en el presente punto, el análisis comparativo pondrá mayor énfasis en este requisito el Prospecto Informativo sin perjuicio de reconocer que, en el marco de las ofertas públicas de los regímenes consultados como el Colombiano y el Chileno<sup>155</sup>, también se exige otra información adicional para el registro de los valores y ofertas, tales como documentación que contenga las características de los valores a ofertar como acuerdos societarios, contratos de emisión, contratos de garantía así como información vinculada a la calificación del riesgo de la capacidad de pago del emisor mediante la presentación de informes de clasificación de riesgos, cartas e informes de expertos que sustentan determinado rubro del prospecto como el régimen tributario, entre otros.

Cabe precisar también que, por el contrario, en las ofertas privadas, los requisitos de información, al igual que en el caso de préstamos bilaterales o indirectos no responden a una exigencia legal sino que se determinan a través de los contratos y acuerdos contractuales entre el emisor y sus prestamistas, estableciéndose también obligaciones y derechos hechos a la medida de la operación de financiamiento, así como los mecanismos de monitoreo que tienen los acreedores sobre los negocios y operaciones del emisor y los mecanismos de difusión y suministro de información a cargo del emisor.

En esa línea, observamos que el régimen del ROPPIA a diferencia de los esquemas exitosos de Ofertas Híbridas estudiados y también de aquellos que fueron referidos en la presente investigación no llegó a flexibilizar los requisitos y requerimientos regulatorios para inscribir valores y/o programas de emisión en la magnitud esperada. Como se describió en la Sección Segunda, el contenido del Prospecto Informativo mantuvo el mismo nivel de exigencia de revelación de información y de contenido, idéntico a la regulación aplicable al régimen general de ofertas públicas, regulado en el Manual y la Normas Comunes, del cual el ROPPIA debió apartarse. Frente a ello, los emisores y estructuradores debían continuar elaborando el

---

<sup>154</sup> *Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica*, Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, Madrid, 2010. Disponible en: [http://www.iimv.org/estudios\\_transparencia.htm](http://www.iimv.org/estudios_transparencia.htm) (visitado el 02/12/2012).

<sup>155</sup> Norma Común General N° 30 de 1989 de Chile mediante la cual se establecen Normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el registro de valores; su difusión, colocación y obligaciones de información consiguientes y la Resolución N° 02375 de 2006 de Colombia que establece requerimientos para el contenido de los prospectos informativos.

Prospecto Informativo de acuerdo a las disposiciones del Manual y las Normas Comunes. Sin perjuicio de lo señalado, consideramos que independientemente que exista un contenido mínimo o exhaustivo sobre la información debe contener un Prospecto Informativo, lo más probable que suceda en la realidad es que los emisores y estructuradores tomen como base dicha reglamentación y lo sigan haciendo porque el mercado y los inversionistas lo exigen. La diferencia está en que el mercado castigará a quienes no presenten un nivel adecuado de información a través del precio o la demanda independientemente si cumplieron o no con el contenido mínimo que la regulación establece.

En un régimen Híbrido el contenido de la información de los prospectos informativos en la mayoría de casos es mucho más resumido y simplificado, que el estándar adoptado por el ROPPIA, ello sin perjuicio de resaltar que al final es el mercado quien establece el estándar de información exigido, el cual puede estar por encima del establecido legalmente.

En ese sentido, de los Casos Exitosos se observa que el contenido de la información del valor, la oferta y del emisor es mínimo o reducido. Lo que en la práctica supone menor volumen y suficiencia de información que el emisor revela al mercado en contraste con el exigido en el régimen general pero que no implica un daño a la transparencia o desprotección al inversionista ya que, y volviendo a los conceptos iniciales, estas ofertas se dirigen a un sector del mercado cuya capacidad para acceder a información directamente del emisor y procesarla no ameritan protección y además estos inversionistas pueden defender mejor sus intereses y derechos ante cualquier inconveniente asociado al flujo y contenido de la información.

En ese sentido, se encuentra compensada esta aparente falta de suficiencia en la información presentada en la Ofertas Híbridas puesto que este régimen permite que se agilicen las inscripciones y las ofertas mediante la reducción de los requisitos así como del contenido mismo de la información que se presenta al regulador y también porque estas ofertas se dirigen exclusivamente a Inversionistas Institucionales e Inversionistas Acreditados y no al público *retail* el cual si requiere de protección.

Cabe precisar también que la lógica que subyace a los regímenes Híbridos supone que la regulación establece un piso sobre el cual el mercado actúa exigiendo una mayor revelación de información y además estas ofertas especiales sólo van a funcionar en la medida que los sistemas jurídicos de responsabilidad funcionen, esto es si el emisor presenta información falsa

o incompleta y lo demandan, éste tendrá que asumir patrimonialmente su responsabilidad si resulta responsable por el perjuicio causado.

Volviendo a la discusión respecto al tipo de documento que se presentan en otros regímenes Híbridos podemos referir que por ejemplo de acuerdo al Estudio del Banco Mundial en Malasia y Tailandia, el tipo de documento que se presenta al regulador a fin de poder efectuar una oferta difiere del exigido en sus regímenes generales de ofertas públicas, siendo tales documentos mucho más flexibles y con menor detalle de revelación que los exigidos para una oferta pública.<sup>156</sup> En el caso de Malasia de acuerdo a la Capital Markets and Services Act 2007, los documentos que se presentan al regulador comprenden una solicitud de registro y un “*disclosure document*” que podrá seguir las pautas de las guías aprobadas por la Comisión de Valores de Malasia en donde constan las características del valor, de la oferta e información del emisor.<sup>157</sup>

En cuanto a otros requisitos que fueron objeto de reducción en el ROPPIA, se dispuso que el emisor presentara un solo informe de clasificación de riesgo aunque en la práctica dado que estos valores van a ser adquiridos por las AFP, la regulación de la Superintendencia de Banca Seguros y AFP (en adelante, SBS) dispone de dos (02) clasificaciones de riesgo cuando la oferta es pública. Además, el estándar internacional y nacional respecto a ofertas de instrumentos representativos exige más de una clasificación de riesgo para instrumentos representativos de deuda de largo plazo. En consecuencia, en la práctica, estas ofertas presentaban más de una clasificación de riesgo al trámite, no evidenciándose en la práctica una reducción efectiva de requisitos y de costos por parte del emisor.

### 1.3 Obligaciones de información

Respecto a este punto en la misma línea que lo señalado anteriormente, en las Ofertas Híbridas dado que los valores que se van a ofrecer al mercado no van a ser adquiridos por inversionistas *retail* y la oferta no va a ser dirigida al público en general, las exigencias periódicas y eventuales de información se reducen considerablemente en atención a que el único grupo de interesados lo constituye un segmento del mercado que no merece de la tutela de la regulación y cuya necesidad de información en términos de cantidad y de tipo de

<sup>156</sup> WORLD BANK GROUP, Loc. cit., págs 30-34.

<sup>157</sup> Capital Markets and Services Act 2007. Capital Markets and Services (Private Retirement Scheme Industry) Regulations 2012, Malasia.

información es distinta para este mercado profesional a diferencia del exigido en los regímenes generales de las Ofertas Públicas.

Por otra parte, ello no quiere decir que un Emisor no se encuentre obligado a cumplir con los términos y condiciones privados referidos al suministro periódico de información que haya acordado con quienes aceptaron la oferta, al igual que ocurre en una oferta privada, salvo que en las ofertas privadas no existe una norma que determine qué nivel de información debe ser trasladada del emisor al inversionista.

De la revisión efectuada a los Casos Exitosos de la Ofertas Híbridas presentados en la Sección Primera, por ejemplo se observa que en la regulación brasileña existe como obligación del intermediario, luego de llevada a cabo la oferta el informar el resultado de la colocación dentro de los cinco días siguientes de efectuada la misma detallando información mínima del emisor, el ofertante y de los valores colocados. Por su parte el emisor se encuentra obligado a comunicar por ejemplo información financiera anual auditada y cualquier hecho relevante a través de los medios electrónicos correspondientes, constituyendo tales requerimientos no tan intensos como los exigidos por un régimen pleno de revelación de información.<sup>158</sup> Del estudio del Banco Mundial, observamos también que en el caso de Malasia los requerimientos de suministro de información periódica luego de la oferta son menos intensos de acuerdo a lo detallado en dicho informe.<sup>159</sup>

Por el contrario, cuando revisamos cual es el esquema que el ROPPIA adoptó, respecto al suministro de información al mercado periódicamente luego de la oferta, observamos nuevamente que el estándar de presentación de información periódica o eventual es el mismo que el aplicable a cualquier emisor que lleve a cabo una oferta pública dirigida al público en general al amparo de la Ley del Mercado de Valores y el ROPP y sus nomas complementarias. Para un inversionista que ya tiene trayectoria de cumplimiento de las obligaciones de información establecidas en la Ley del Mercado de Valores puede no ser un costo adicional tal obligación puesto que ya lo asumió al momento de ingresar al mercado. Sin embargo, si se ha diseñado un esquema cuyo objetivo fue crear un mecanismo que facilite que los emisores

---

<sup>158</sup> Disposición sobre las ofertas públicas de valores mobiliarios distribuidas con esfuerzos restringidos y la negociación de valores mobiliarios en mercados reglamentados, Instrucción N° 476, Brasil, 16 de enero de 2009.

<sup>159</sup> WORLD BANK GROUP, Loc. cit., pág. 31.

puedan llevar a cabo ofertas dirigidas a Inversionistas Acreditados con mayor rapidez, debió pensarse también que estas obligaciones pudieron también flexibilizarse o reducirse por completo.

En esa línea, para un nuevo inversionista que va a ingresar por esta vía a financiarse, aplicarle el mismo esquema de obligaciones de suministro de información que el exigido en el régimen general también constituye un desincentivo adicional a los ya mencionados en la presente investigación y que explican porque el ROPPIA no haya sido utilizado por nuevos emisores. En efecto, toda regulación impone determinado nivel de costos, y mantener un sistema de información fijo en una empresa para dar cumplimiento a las obligaciones de transparencia para un emisor que ha optado por el esquema del ROPPIA, que implica un régimen especial de ofertas públicas distinto al régimen general es irrazonable trasladarle una carga regulatoria innecesaria.

#### 1.4 Público objetivo destinatario de la oferta

De la revisión efectuada en la Sección Primera, pudimos observar que un elemento adicional que permite identificar que una oferta califica como pública y no privada<sup>160</sup>, se encuentra asociado necesariamente a las características del público objetivo, los inversionistas, y al número de los destinatarios de la oferta. Respecto a las características de los inversionistas que participan en esta clase de ofertas, en la medida que se dirijan al público en general sin que el emisor haya efectuado ninguna segmentación de los destinatarios de la oferta, es evidente que la oferta es pública. En caso contrario, una oferta dirigida exclusivamente a un segmento del mercado constituido por inversionistas que no requieren de protección de la regulación del mercado de valores sea porque son Inversionistas Institucionales -supuesto expreso establecido en nuestra Ley del Mercado de Valores como oferta privada- o porque son inversionistas con un determinado grado de sofisticación y habitualidad en la suscripción primaria de valores (Inversionistas Calificados), los cuales no tienen dificultades para acceder y procesar la información, dichas ofertas calificarían como una oferta privada de valores.

En cuanto al aspecto numérico, este indicador es arbitrario y dependerá de cada regulación identificar cuando determinado número de inversionistas a quienes se ha dirigido una oferta,

---

<sup>160</sup>Revisar la subsección 1.2 de la Sección Primera donde se analizan las características de las ofertas públicas y las ofertas privadas.

constituye un segmento del público que merece de la tutela de la regulación salvo que se demuestre lo contrario.<sup>161</sup> Al respecto, nuestra regulación mediante el literal d) del artículo 6° del ROPP ha establecido como elemento objetivo para determinar cuándo un segmento del público amerita protección de la regulación y por ende se considere que la oferta realizada a estas personas es pública cuando la invitación se dirige a cien (100) o más personas, salvo prueba en contrario. En cuanto al elemento subjetivo, este supone evaluar caso por caso y trasladar la carga de la prueba al regulador para que determine que un segmento constituido por un número menor a cien (100) personas constituye un segmento del público que merece tutela por cuanto tienen problemas para acceder a información y procesarla a fin de adoptar decisiones informadas.

A partir de ello, podemos señalar que comparativamente entre ambas ofertas, en las públicas no existen restricciones para que cualquier inversionista persona natural o jurídica, nacional o extranjero accedan a la adquisición de los valores ofrecidos por el emisor, caracterizándose por lo general el uso de medios masivos de difusión, así como cualquier otro medio idóneo que permita dar a conocer la oferta al público. Ello a diferencia de las ofertas privadas en donde estas se dirigen a un número muy limitado de personas, las cuales incluso ya han establecido alguna relación con el emisor antes de que se lleve a cabo la subasta.

En cuanto a las Ofertas Híbridas presentadas en la presente investigación, existe por lo general una restricción establecida por la misma regulación para participar en las ofertas realizadas por los emisores y que está asociado al grado de profesionalismo y sofisticación de los inversionistas. De la revisión de los esquemas Híbridos observamos que los destinatarios de estas están constituidos por Inversionistas Institucionales e Inversionistas Sofisticados que se caracterizan, los primeros por ser inversionistas cuyo giro principal de negocios es la inversión profesional propia o la administración de patrimonios de terceros tales como las AFPs, los Bancos e Instituciones Financieras, los Fondos Mutuos, los Fondos de Inversión, las Compañías Aseguradoras, entre otras instituciones; mientras que la segunda categoría se encuentra constituida por personas jurídicas o naturales que cuentan con habitualidad en la inversión en valores y con experiencia profesional además de contar con un nivel de patrimonio

---

<sup>161</sup>Por ejemplo en Chile una oferta que se dirija a Inversionistas Calificados (tales como los Inversionistas Institucionales, corredores de bolsa y personas naturales o jurídicas que califique como tales de acuerdo la Norma de Carácter General N° 216 del 12 de junio de 2008) o una oferta que se dirija a no más de 250 Inversionistas Calificados pudiendo incluir 50 personas que no califiquen como Inversionistas Institucionales, no constituye supuestos de oferta pública en los términos de la Norma de Carácter General N° 336 del 27 de junio de 2012.

que le permita acceder a asesoría especializada y se encuentran representados por personas naturales con grandes patrimonios, las *family office* y empresas cuyo giro de negocios incluye además de otras actividades la inversión en valores.

En efecto, observamos que las Ofertas Híbridas en el régimen brasileño, que se encuentran reguladas en la Instrucción N° 476 considera que califican como ofertas públicas distribuidas con esfuerzos restringidos aquellas ofertas dirigidas a no más de cincuenta (50) Inversionistas Calificados y que los valores ofertados deberán ser suscritos o adquiridos por no más de veinte (20) Inversionistas Calificados<sup>162</sup>. En el caso de la Unión Europea, la oferta que cumpla con determinadas condiciones se encontrará exenta de registrarse en los países miembros y de presentar un Prospecto Informativo para su autorización. Estas condiciones son las siguientes: i) una oferta de valores dirigida solamente a Inversores Cualificados; ii) una oferta de valores dirigida a menos de cien (100) personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin contar los Inversores Cualificados; iv) una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50000 euros por inversor, para cada oferta separada; v) una oferta de valores cuya denominación por unidad ascienda por lo menos a 50000 euros; y vi) una oferta de valores por un importe total inferior a 100000 euros, cuyo límite se calculará en un período de 12 meses.<sup>163</sup>

Por su parte, en cuanto al público objetivo observamos que los valores emitidos producto de las ofertas realizadas bajo ROPPIA al igual que los ejemplos de Ofertas Híbridas comentados, únicamente podían ser adquiridos por el segmento de inversionistas que califiquen como Inversionistas Acreditados o dentro de este segmento, la dirigida a los Inversionistas Institucionales, cuando las ofertas tengan el carácter de internacionales realizadas bajo la Rule 144-A del U.S. *Securities Act de 1933* con un tramo local.

Los Inversionistas Acreditados de acuerdo al ROPPIA como ya se señaló en la Sección Segunda comprenden a los Inversionistas Institucionales y a personas naturales o jurídicas que cumplan simultáneamente con requisitos patrimoniales y de calificación.<sup>164</sup>

---

<sup>162</sup> Disposición sobre las ofertas públicas de valores mobiliarios distribuidas con esfuerzos restringidos y la negociación de valores mobiliarios en mercados reglamentados, Instrucción N° 476, Brasil, 16 de enero de 2009.

<sup>163</sup> Directiva sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, N° 2003/71/CE, Del Parlamento Europeo y del Consejo, Diario Oficial de la Unión Europea, 4 de noviembre de 2003.

<sup>164</sup> Revisar Anexo 2 de la presente investigación para mayor detalle de los sujetos que se encuentran

Respecto a este punto se observa que el ROPPIA mantuvo similar línea que los ejemplos de Ofertas Híbridas analizadas en cuanto a restringir las ofertas realizadas dirigiéndolas exclusivamente a Inversionistas Acreditados y no dirigiéndolas al público en general.

### 1.5 Negociación secundaria

En concordancia con el punto anterior, dado que los valores materia de colocación primaria en las Ofertas Híbridas se dirigen a Inversionistas Acreditados o a Inversionistas Sofisticados la negociación secundaria de los valores emitidos en tales ofertas se encuentran restringidos únicamente a ser transados entre tales inversionistas, sin posibilidad que puedan ser transferidos al público en general. De acuerdo a lo revisado en la Sección Primera, la negociación secundaria de los valores adquiridos en el marco de las Ofertas Híbridas se lleva a cabo por lo general OTC o en mecanismos regulados siempre y cuando se inscriban y listen; sin embargo, ofertas bajo la regla 144 A y Regulation S del U.S. *Securities Act de 1933* se suelen listar en las Bolsas de Luxemburgo o Irlanda para dar liquidez a los valores emitidos, se hace eso porque exigen menores requisitos para su admisión a negociación.

Por el contrario en las ofertas públicas los valores pueden ser negociados tanto dentro de los mecanismos centralizados de negociación como fuera de estos, En el caso de las ofertas privadas, su negociación es muy restringida y de llevarse a cabo es OTC, puesto que estos valores son productos de emisiones en muchos casos realizadas a la medida y en donde los inversionistas muy rara vez se desprenden del valor hasta su vencimiento, porque el mercado secundario de estos valores es muy restringido como para poder identificar el interés de otro inversionista que quiera comprar este valor.

De la revisión de los Casos Exitosos de Ofertas Híbridas observamos que la constante respecto a la identificación de los mercados en donde los valores emitidos en el marco de estas ofertas pueden ser negociados es que dicha negociación se lleva a cabo fuera de los mecanismos centralizados de negociación y entre la misma categoría de inversionistas que adquirieron originalmente tales valores. Estos valores podrían negociarse en mecanismos centralizados en el medida que cumplan con los requerimientos de la regulación para ser admitidos a cotización, requerimientos que pueden ser menos intensos o comparables a una

---

comprendidos como Inversionistas Acreditados e Inversionistas Institucionales.

revelación total de información al mercado dado que los valores potencialmente podrán ser adquiridos por el público en general.

Por ejemplo en el caso de Brasileño observamos que la negociación secundaria se llevará a cabo luego de transcurrido noventa (90) días constados a partir de la suscripción inicial de los valores y estos serán negociados únicamente entre Inversionistas Calificados. De igual forma se reconoce que estos valores pueden negociarse OTC y podrán ser negociados en mecanismos centralizados de negociación en la medida que el emisor obtenga su registro en la CVN.

De igual forma, en el caso de la Unión Europea observamos que de acuerdo a la Directiva, los valores adquiridos pueden ser negociados manteniéndose dentro de alguna de las excepciones establecidas para no presentar un folleto informativo y en mercados OTC. De lo contrario se exige la presentación de un prospecto informativo cuando los valores no cumplen dichas condiciones y van a ser admitidos a negociación en alguno de los mercados regulados de los países miembros de la Unión Europea.

En cuanto al régimen ROPPIA, existe una restricción en su negociación al igual que los demás casos de Ofertas Híbridas por la cual estos valores solo podrán ser negociados luego de que transcurran doce (12) meses, contados a partir de su colocación entre otros Inversionistas Acreditados o Inversionistas Institucionales. Así también, se dispuso que los valores puedan ser negociados en mecanismos centralizados de negociación en la medida que puedan ser diferenciados de los valores que no cuentan con restricciones a su libre transferencia. Finalmente, en este régimen se dispuso que los valores luego de transcurrido los doce (12) meses podían ser negociados entre el público en general a solicitud del emisor quien deberá de cumplir con los requerimientos establecidos en el ROPP.

## **1.6 Tutela al inversionista**

Respecto a este punto, por tutela al inversionista debemos entender no sólo la regulación creada para asegurar el traslado eficiente de información de los emisores hacia los inversionistas, a fin de reducir costos de transacción, sino también la protección efectiva que los inversionistas tienen frente a prácticas fraudulentas cometidas por el emisor, el estructurador y también de los demás participantes e intermediarios en una ofertas de valores respecto a la suficiencia y veracidad de la información.

La protección de la regulación busca castigar el fraude y el engaño utilizado y a través del cual se ha brindado información falsa o se ha omitido información relevante respecto del emisor, los valores emitidos o sobre la oferta realizada y que un inversionista debió haber conocido a fin de adoptar una decisión completa y libre.

Dicha protección puede darse a través del propio regulador del mercado de valores o recurriendo a las instancias judiciales a fin de que el inversionista pueda reclamar y recibir una respuesta oportuna por el perjuicio patrimonial recibido por el error que le produjo el ocultamiento de información relevante o la falsedad de la información revelada en el Prospecto Informativo y los documentos de la oferta.

De la revisión de las Ofertas Híbridas, observamos que sin perjuicio que en estas ofertas el rol de regulador es menos intenso en cuanto a la revisión de los requisitos de las ofertas, el regulador no renuncia a sus facultades de investigar y sancionar prácticas fraudulentas originadas por falsedad y omisiones en la información revelada por el emisor sino que las mantiene como ocurre en el caso de los EE.UU.

En efecto, en la legislación de los EE.UU. se advierte la existencia de la provisión antifraude contenida en la Rule 10b-5 de la *Securities Act de 1934*,<sup>165</sup> la cual protege al inversionista frente a hechos materiales producidos por información engañosa, falsa o no revelada en la oferta por el emisor. Al respecto, dichas provisiones aplican incluso para ofertas que no se hayan registrado en la SEC, las ofertas privadas, y permiten que los inversionistas puedan acceder directamente a los jueces a través de las “*class action*” o también la SEC podrá accionar directamente ante los jueces.

Cabe precisar, también que de la revisión del Estudio del Banco Mundial sobre Ofertas Híbridas, se detalla que de los ocho (08) países comparados, todos han regulado en su normativa las cláusulas antifraude, y que son extensivas a sus regímenes Híbridos propios.

---

<sup>165</sup>“*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,*  
*(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,*  
*(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*  
*(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”*

Respecto al régimen ROPPIA, es relevante comentar que en la medida que este régimen al mantener el mismo esquema de protección que el esquema general de oferta pública basado en la protección del público en general, le son aplicables plenamente todas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos referidas a engaño, falsedad y fraude, las cuales establecen no solo responsabilidades administrativas de los emisores y estructuradores y de quienes hayan emitido una opinión recogida en el Prospecto Informativo sino también responsabilidades civiles y penales. Al respecto en el artículo 60° de la Ley del Mercado de Valores<sup>166</sup> se establece un régimen de responsabilidad civil del emisor, del estructurador y de sus principales funcionarios que han elaborado el prospecto informativo.

A nivel reglamentario, las responsabilidades del emisor y del estructurador se encuentran establecidas en los artículos 16°<sup>167</sup> y 17°<sup>168</sup> del ROP). En dichas normas se establece que el

<sup>166</sup> "Artículo 60 °.- Responsabilidad por el contenido del Prospecto

*Son solidariamente responsables con el emisor u ofertante, frente a los inversionistas, las personas a que se refiere el inciso d) del Artículo 56 por las inexactitudes u omisiones del prospecto respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional."*

Estas personas son la entidad estructuradora o su representante y el principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.

<sup>167</sup> "Artículo 16 ° Responsabilidad por la Documentación e Información a Presentar al Registro

*a) Ofertas Públicas Primarias.- El emisor siempre es responsable por la presentación y el contenido de la documentación e información relativa a la oferta, al valor y a sí mismo, así como de toda aquella adicional que resulte necesaria, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 12; y,*

*b) Ofertas Públicas de Venta.- El emisor es responsable por la presentación y el contenido de la documentación e información relativa a sí mismo y al valor, así como de toda aquella adicional vinculada a lo anterior que resulte necesaria de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 12. Se exceptúa el supuesto en que el emisor no participe en el trámite correspondiente, de acuerdo a lo contemplado en el artículo 11, inciso b), numeral 2.*

*El ofertante es responsable por la presentación y el contenido de la documentación e información relativa a la oferta y al valor, así como de toda otra adicional vinculada a lo anterior que resulte necesaria, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 12.*

*Para estos efectos, se entiende por información y documentación relativa a la oferta a toda aquella referida a la forma en que la transacción se llevará a cabo, condiciones, partes que intervienen, mecanismo de colocación, entre otros. Se entiende por información y documentación relativa al valor, a toda aquella vinculada con los derechos y, cuando corresponda, obligaciones que otorga a su tenedor, la forma en que se representa el valor, se transfiere, entre otros. La información y documentación relativa al emisor se refiere a toda aquella de índole legal, económico-financiera, u otra, de las personas y/o patrimonios que respaldan el pago de los derechos que confiere el valor. La responsabilidad a que se refieren los incisos anteriores no alcanza al contenido de la documentación e información de fuente oficial cuya presentación resulte necesaria en los términos del artículo 12.*

*A petición fundamentada de la parte o partes correspondientes, en los casos que lo considere razonable, CONASEV podrá permitir que la obligación y responsabilidad por la documentación e información que deba presentarse, así como la relativa a la actualización de la misma, sea asumida por persona distinta a la que corresponde en virtud de lo dispuesto en el presente artículo, lo cual se deberá tomar en cuenta para efectos de la aplicación de lo dispuesto en los artículos 23, 24 y el siguiente. La solicitud deberá encontrarse debidamente fundamentada y será resuelta en el trámite*

correspondiente.

No obstante lo señalado en los párrafos anteriores, las personas antes señaladas podrán solicitar la dispensa de la presentación de cierta información al ser esta imposible de obtener por no estar al alcance de la persona obligada sin que, de acuerdo a las circunstancias, tenga que incurrir en costos no razonables en relación a su relevancia. Puede asimismo solicitar se mantenga en reserva cuando ésta sea contraria al interés público o se trate de la información a que se refiere el artículo 34 de la Ley. La solicitud deberá encontrarse debidamente fundamentada y será resuelta en el trámite correspondiente.

La Entidad Estructuradora, en todos los casos, será responsable de velar porque la presentación de la información y documentación pertinente se lleve a cabo en la forma establecida en el artículo 12 por el emisor y/u ofertante o la persona que corresponda.

<sup>168</sup> Artículo 17 ° Responsabilidad por la Información Revelada en el Prospecto Informativo

De acuerdo a lo dispuesto en el artículo 60 de la Ley, el incumplimiento de la obligación de revelación de información en la forma en que se señala en el artículo 12, genera el siguiente régimen de responsabilidad solidaria entre las partes intervinientes respecto de los daños causados a los inversionistas como consecuencia de dicho incumplimiento:

a) El emisor.- Es responsable por la información contenida en el prospecto en la forma señalada en el artículo anterior;

b) Funcionarios del emisor.- Cada uno de los funcionarios señalados en el artículo 56, inciso d) de la Ley tiene como ámbito de competencia la parte o partes del prospecto vinculadas a su función y profesión, en el supuesto que estas coincidan, caso contrario, a su función. El ámbito de competencia del principal funcionario administrativo se extiende a la totalidad de la información vertida en el prospecto cuya revelación sea responsabilidad del emisor, aunque se encuentre también bajo el ámbito de competencia de los otros funcionarios.

En el caso de entidades públicas nacionales o extranjeras, dicha responsabilidad es asumida por los funcionarios públicos que corresponda en los términos de la legislación aplicable.

La obligación a que se refiere el artículo 56, inciso d) de la Ley, de suscribir el prospecto, es exigible en la medida que el emisor cuente con el funcionario correspondiente;

c) El ofertante.- Es responsable por la información contenida en el prospecto en la forma señalada en artículo anterior;

d) Funcionarios del ofertante.- Los funcionarios del ofertante se encuentran sujetos a un régimen de responsabilidad análogo al de los funcionarios del emisor; y,

e) Entidad Estructuradora.- La Entidad Estructuradora tiene como ámbito de competencia la totalidad del contenido del prospecto respecto de la cual sea responsable el emisor y/u ofertante, incluyendo, en su caso, la información incorporada por referencia por el emisor o la comprendida en el prospecto marco.

No obstante lo señalado anteriormente, las personas indicadas en los incisos b), d) y e) precedentes podrán eximirse de responsabilidad conforme a las disposiciones del derecho común aplicables de acuerdo a la naturaleza de su responsabilidad, en función a:

1. Haber efectuado una investigación, en el modo que resulte apropiado de acuerdo a las circunstancias, que le lleve a considerar que la información que corresponda al ámbito de su competencia cumple de manera razonable con lo exigido en el artículo 12; y,

2. Que, respecto a las ocasiones en que dicha información sea objeto del pronunciamiento de un experto en la materia, o se derive de dicho pronunciamiento, que tales personas carezcan de motivos, de acuerdo a las circunstancias, para considerar que el referido pronunciamiento contraviene lo establecido en el artículo 12 antes mencionado y/o que dicha información se encuentra en discordancia con lo expresado en el pronunciamiento.

El experto de que trata el presente inciso deberá haber prestado su consentimiento a que se señale que ha intervenido en la elaboración de la parte correspondiente del prospecto o efectuado el pronunciamiento en base al cual aquella parte fue elaborada, pudiendo ser dicha persona interna o externa al emisor.

Para la aplicación de lo dispuesto en el párrafo anterior las personas a que se refieren los incisos b), d) y e) referidos deberán haber actuado de acuerdo a lo que dicte la prudencia y sea más conforme al uso mercantil, con el cuidado puesto en la administración del negocio propio.

Asimismo, de acuerdo a lo dispuesto en el referido artículo 60 de la Ley, no se podrá oponer a los

estructurador tiene responsabilidad solidaria con el emisor u ofertante frente a los inversionistas por las inexactitudes u omisiones del prospecto informativo. Dicha atribución de responsabilidad busca crear el incentivo necesario para que quienes tengan la información la revelen en el prospecto informativo. Si es que no lo hacen responden patrimonialmente por las omisiones e inexactitudes ante el inversionista quien podrá solicitar una indemnización en la vía civil por los daños ocasionados.

En cuanto al ROPP este desarrolla lo dispuesto en el LMV estableciendo que el estructurador responde al igual que el emisor por toda la información contenida en el prospecto. Puede eximirse de responsabilidad si ha cumplido un determinado estándar de diligencia (*due diligence defense*). Mediante dicha defensa el estructurador podrá eximirse de responsabilidad siempre que haya efectuado una investigación (*due diligence*) del modo que resulte apropiado según las circunstancias que le permita concluir que la información correspondiente a su ámbito de competencia (todo el prospecto) cumple razonablemente con las normas relativas a la presentación de información de acuerdo a la normativa.

Así también, el estructurador tendrá el derecho a eximirse de responsabilidad por la inexactitud u omisión de lo revelado en el prospecto informativo cuando tenga un pronunciamiento de un experto al respecto y que carece de motivos para pensar que éste no es correcto. Es decir, por ejemplo el estructurador no será responsable por una omisión de una contingencia legal que debió revelarse en el prospecto informativo en la medida que el experto contratado para tal efecto no lo detectó y no lo consignó en su informe.

En los mercados desarrollados el *due diligence* es un escudo para los *initial purchaser*<sup>169</sup> más no para el emisor que siempre responde por las omisiones y falsedad de la información contenida en los prospectos informativos. La lógica de llevar a cabo los *due diligence* es contar

---

*inversionistas hechos o derechos derivados de auditorías y de documentos no incluidos en el prospecto informativo en contravención de lo dispuesto en el artículo 56 de dicho cuerpo legal, el presente Reglamento y las normas complementarias correspondientes.*

*Los demás aspectos atinentes a la responsabilidad frente a los inversionistas por los daños causados a éstos como consecuencia de una falta de revelación adecuada de información en los términos del artículo 2º, incluyendo la de los expertos a que se refiere el presente artículo, se rigen por las disposiciones del derecho común, atendiendo a la naturaleza de dicha responsabilidad y a las normas que rijan la actividad de la persona que corresponda.”*

<sup>169</sup> De acuerdo a la legislación de los EE.UU. son los *brokers* que adquieren del emisor valores para recolocarlos entre sus inversionistas.

para quienes lo formulan con una futura defensa que acredite que su actuación fue diligente. Sin embargo, no puede asegurar que el emisor le entregó toda la información.

En tal sentido, el hecho de que el ROPPIA continuara siendo una oferta pública, aseguraba la aplicación de las normas antifraude si es luego de la oferta realizada se presentara un hecho que evidenciara que la información que se haya revelado por el emisor califique como engañosa, falsa o que se haya omitido información relevante, las mismas que de haberlo conocido el inversionista, habrían motivado un cambio en la decisión de inversión adoptada.

Finalmente, haciendo un balance a partir de las características comunes de las Ofertas Híbridas frente al ROPPIA que fueron revisadas en la presente sección, podemos concluir que el régimen ROPPIA se diferenció de los Casos Exitosos de Ofertas Híbridas en temas trascendentales como el rol del regulador respecto a la supervisión de estas ofertas, así también en la no reducción de requisitos a ser presentados durante el trámite de la oferta, como el contenido y la información a ser revelada en el Prospecto Informativo; y también, el hecho de que las normas del ROPPIA mantuvieron similares obligaciones de suministro de información al mercado que el régimen general, aspectos que en los Casos Exitosos de las Ofertas Híbridas si se garantizaron, lo que habrían supuesto su éxito en dichas jurisdicciones.

#### IV. IMPLEMENTACIÓN DE UN NUEVO MODELO DE OFERTA HÍBRIDA

A partir del análisis y estudio realizado en las secciones anteriores a la Oferta Híbrida y al modelo ROPPIA, consideramos necesario que se adopte un nuevo modelo de Oferta Híbrida en nuestra normativa considerando que el ROPPIA no constituye una herramienta efectiva para la promoción y flexibilización de las ofertas primarias. Un nuevo modelo que derogue el ROPPIA permitirá, entre otros aspectos, la reducción de los requisitos de registro y la flexibilización de las obligaciones informativas sin que ello afecte la transparencia e integridad del mercado y sin reducir el nivel de protección necesario a los inversionistas.

Al respecto, considerando la estructura actual de nuestro mercado primario de valores y su potencial crecimiento, derivado en parte del mayor interés de nuevas empresas por financiarse en el país y del incremento en la demanda por un mayor número de nuevos instrumentos financieros, producto del aumento de los recursos y fondos administrados por los principales Inversionistas Institucionales del país como son las AFP, las empresas aseguradoras, los fondos mutuos, los fondos de inversión, entre otros, se espera que con la implementación de un nuevo modelo de Oferta Híbrida, se facilite la canalización eficiente de recursos en la economía de forma rápida y sin contingencias regulatorias. Es por ello, que un nuevo modelo de Oferta Híbrida debe suponer un cambio necesario en la percepción de la aplicación de la regulación y del rol del regulador en el marco de ofertas dirigidas a Inversionistas Institucionales, así como del establecimiento de responsabilidades y obligaciones claras de los participantes de dichas ofertas a fin de que el mercado de valores y los inversionistas no se vean afectados con prácticas fraudulentas.

El hecho de flexibilizar el régimen de información durante la inscripción y después de la oferta, si bien supone un menor grado de suficiencia en la información revelada al mercado; sin embargo, ello se ve compensado al conocerse la identidad de quienes son los destinatarios de las ofertas realizadas bajo el marco de las Ofertas Híbridas, es decir, los Inversionistas Institucionales. En efecto, consideramos que al flexibilizar el régimen de información es claro que se produce una afectación a la transparencia pero lo que sucede es que dicha afectación o reducción no tiene un impacto negativo debido a que los destinatarios de esta Oferta Híbrida no requieren de la protección o tutela en la magnitud que lo requerido por un pequeño inversionista.

En estas ofertas el público en general no es el destinatario de la oferta, por lo que no existe el riesgo que inversionistas *retail* puedan participar y se vean afectados por este déficit de información pública. De acuerdo a lo señalado en la Sección Primera de la presente investigación, los Inversionistas Institucionales no requieren del mismo grado de protección y tutela que los pequeños inversionistas por lo que la regulación debe reconocer que no existe una situación de asimetría informativa o de elevados costos de transacción que obliguen a exigir al emisor, determinado nivel de información a estos inversionistas, quienes pueden obtener directamente del emisor la información que requieran de acuerdo a sus necesidades, a través del *due diligence* realizado a la empresa y sus negocios, vía la negociación o contractualmente con el emisor.

Por otro lado, estos valores tendrán la calidad de valores restringidos, los cuales únicamente podrán ser negociados entre Inversionistas Institucionales, existiendo la posibilidad de transarse entre otros inversionistas que no califiquen como Institucionales bajo determinadas condiciones que se detallarán en la propuesta o podrán ser negociados en la Bolsa libremente sí el emisor decide cumplir con el régimen general de revelación de información de las ofertas públicas vigente y así listarlos.

Respecto a la posible desprotección a los inversionistas bajo este nuevo esquema de Ofertas Híbridas, de acuerdo a la revisión de los Casos Exitosos, un punto fundamental por el cual los regímenes Híbridos se caracterizan, es la de asegurar a los inversionistas, incluso para ofertas de valores en la cual el regulador no ha revisado la información y documentación proporcionada por las empresas, la plena vigencia y alcance de las normas de lucha contra el fraude respecto al contenido de la información la misma que no debe ser falsa o engañosa para el inversionista.

Al respecto, la propuesta que se presentará al final de la investigación deberá asegurar que efectivamente a nivel administrativo el ente regulador mantenga competencias para investigar y sancionar prácticas que afecten al mercado de valores sobre las Ofertas Híbridas y de reconocer otras instancias como la arbitral en donde los inversionistas y los emisores puedan resolver controversias derivadas de la suscripción de los valores y de la información brindada en la oferta por parte del emisor. De igual forma, el Poder Judicial es una opción que está presente en la vía civil para indemnizaciones y en el ámbito penal.

Así también, aun considerando que el público objetivo de estas ofertas lo constituyen únicamente Inversionistas Institucionales, el modelo asegura también una adecuada protección a este tipo de inversionistas y también para cualquier otro inversionista, en la medida que pueden verse afectados como consecuencia de adquirir estos valores restringidos sin calificar como Institucionales, producto de una falta de diligencia por parte de los intermediarios en no asegurarse que efectivamente calificaban como Inversionistas Institucionales.

Es pertinente señalar de acuerdo a lo analizado en la investigación, que el ROPPIA actualmente no constituye un medio que permita generar predictibilidad, seguridad y flexibilidad tanto a los emisores como a los estructuradores al momento de decidir si financiarse a través de este régimen u optar por acudir al régimen general de ofertas públicas o realizar una oferta privada. Son aplicables en el presente análisis toda la discusión efectuada sobre los problemas identificados en la estructura del ROPPIA que fueron desarrollados en la sección 2 y en la sección 3 de la presente investigación, los cuales impidieron su uso generalizado. Es por ello, que podemos reafirmar que el ROPPIA no ha funcionado como régimen Híbrido exitoso en el país por lo que la propuesta busca derogar el esquema vigente a fin de diseñar un nuevo régimen que efectivamente promueva el mercado de valores creando los incentivos necesarios para que nuevos y actuales emisores puedan utilizar esta vía de financiamiento rápido.

En esa línea, la propuesta permitirá un mayor desarrollo del mercado de capitales en el Perú, generando los incentivos necesarios para incrementar las emisiones de instrumentos de deuda, en particular, de nuevos emisores, y contribuirá también a la profundidad del mercado de capitales peruano, otorgando a los inversionistas más y nuevas alternativas de inversión.

## CONCLUSIONES

Considerando el potencial de crecimiento de nuestro mercado primario de valores debido, al mayor interés de las empresas por financiarse y a la necesidad de los Inversionistas Institucionales para poder invertir los recursos de las carteras administradas en nuevos instrumentos financieros, el problema principal de la tesina ha sido determinar, si la implementación de un nuevo modelo de Oferta Híbrida que reduzca los requisitos de registro y flexibilice las obligaciones informativas pueda ser sustentable en la medida que no afecte la transparencia e integridad del mercado y que tampoco reduzca el nivel de protección necesario a los inversionistas. Con su implementación dicho modelo permitirá un mayor desarrollo del mercado de capitales en el Perú generando los incentivos necesarios para incrementar las emisiones de instrumentos de deuda, en particular, de nuevos emisores, y contribuir a la profundidad del mercado de capitales peruano, otorgando a los inversionistas más y nuevas alternativas de inversión. Como resultado del trabajo de investigación se han arribado a conclusiones respecto al problema planteado así como a la demostración de la hipótesis que al respecto se ha formulado.

1. Los mercados de valores como parte de los mercados financieros cumplen en la economía de los países una función principal, que es la de facilitar el encuentro entre los agentes superavitarios y los agentes deficitarios, permitiendo la canalización eficiente del ahorro a la inversión productiva. Dicha función se percibe tanto en las operaciones y transacciones que se llevan a cabo en los mercados primarios como en los mercados secundarios de valores.
2. Los mercados de valores por sí solos no pueden llegar a un equilibrio ni a niveles óptimos de intercambio entre sus participantes puesto que no son ejemplos de mercados en competencia perfecta debido a que existen fallas e imperfecciones como la asimetría informativa, la selección adversa, los costos de transacción y la información, como bien público, generan costos que deben ser asumidos por el mercado y sus participantes. Sin embargo, dado que estas fallas de mercado son muy costosas para ser internalizadas, por ello se requiere de la regulación para su corrección. Las fallas de mercado son imperfecciones en el funcionamiento de los mercados que impiden que las reglas de la libre oferta y demanda se desarrollen plenamente, originando que los intercambios entre sus participantes y en la sociedad no se lleven a cabo en términos eficientes.

3. La asimetría informativa se verifica cuando en un intercambio de bienes o servicios una de las partes se encuentra en una posición de ventaja frente a su contraparte ya que tiene acceso a mayor cantidad de información sobre la transacción y dicha información es relevante para la contraparte a fin de adoptar una decisión completa e informada. En una operación de financiamiento en el mercado de valores el inversionista que provee de fondos al emisor requiere de información que le permita adoptar una decisión adecuadamente informada antes de suscribir y aceptar la oferta recibida.
4. Los emisores de valores mobiliarios ostentan una posición privilegiada frente a los futuros inversionistas ya que son los emisores quienes conocen de manera real la situación económica y financiera de la sociedad, sus negocios, operaciones y nuevos proyectos entre otra información relevante. Un inversionista podrá acceder a esa información sólo si es revelada o proporcionada por el emisor mediante un acuerdo contractual o por una obligación legal e incluso porque la práctica del mercado lo exige.
5. En el mercado de valores conjuntamente con la asimetría informativa se presenta la selección adversa por la cual cualquier proyecto sea malo o bueno tanto los inversionistas como el mercado los califican de forma idéntica ya que no es posible percibir la diferencia de riesgos entre ambos proyectos, debido a que no existe información pública de fácil acceso y que sería muy oneroso acceder a ella por los altos costos de transacción involucrados para efectuar la comparación.
6. Los costos de transacción suponen también una falla de mercado que implica que las partes en una determinada operación asumen costos vinculados con la búsqueda de la contraparte y del bien o servicio que van a adquirir o contratar. Cuanta mayor información disponible en el mercado, estos costos de transacción se reducen. Si los costos de transacción son elevados, muchas de las transacciones no podrían hacerse, destinándose los recursos a otros fines, los cuales no necesariamente pueden ser los más eficientes para el mercado o la sociedad.
7. La información en el mercado de valores constituye un bien fundamental que requiere de la regulación a fin de obligar a quienes poseen esta información, los emisores, a trasladarla al mercado a fin de que los inversionistas puedan evaluar la información y adoptar decisiones de inversión completamente informadas. Es por ello que tanto la asimetría informativa, la

selección adversa como los costos de transacción en el mercado de valores se corrigen con la transparencia o política del *full disclosure*, que permitirá a través de la revelación obligatoria de información sobre el emisor, el valor y la oferta realizada que los inversionistas puedan evaluar la conveniencia de invertir o no en un determinado valor, y de decidir entre salir o mantenerse en una posición en valores. En tal sentido, la regulación constituye el medio idóneo para corregir las fallas en los mercados de valores. Es por ello que el régimen adoptado por nuestro país y reflejado en la regulación del mercado de valores, es uno de transparencia total en la información o *full disclosure*, en donde el Estado garantiza un flujo adecuado de información entre los sujetos que participan en el mercado, no decidiendo en qué valor o instrumento los inversionistas deben invertir o en cuáles no.

8. La reglamentación, especialmente la referida a las ofertas públicas primarias desarrollada, por el regulador del mercado de valores peruano ha sido diseñada en consideración a un único esquema de protección para todos los tipos de inversionistas, sin identificar las diferentes particularidades que dichos inversionistas tienen en el mercado tales como el grado de sofisticación, conocimiento del mercado, aversión al riesgo y habitualidad en la realización de operaciones, razones que justifican que la tutela del Estado no deba ser igual para estos diferentes tipos de inversionistas
9. La Ley del Mercado de Valores establece dos tipos de inversionistas de forma expresa, el inversionista sensato cuando conceptualiza a los hechos de importancia en el artículo 28° y al Inversionista Institucional definido en el inciso j) del artículo 8° de la Ley del Mercado de Valores. A nivel de jurisprudencia administrativa se ha definido también al Inversionista Sofisticado y reglamentariamente mediante el artículo 3° del ROPPIA se ha creado la categoría de Inversionista Acreditado, término que engloba también a los Inversionistas Institucionales como parte de esta nueva categoría. Al respecto, nuestra normativa desarrolla varios tipos de inversionistas, categorías que se superponen y no explican claramente el objetivo por el cual se han creado y aún más, no se ha definido efectivamente cual es el grado de protección que cada uno de ellos merece recibir. Al respecto, los pequeños inversionistas o inversionistas *retail* merecen toda la protección y tutela de las normas del mercado de valores vinculadas a las ofertas públicas respecto del resto de los Inversionistas Institucionales y los Inversionistas Acreditados.

10. Los regímenes especiales de ofertas públicas primarias como son el régimen ROPPIA dirigido exclusivamente a Inversionistas Acreditados y el recientemente creado Mercado Alternativo de Valores – MAV no son regímenes independientes de la regulación general de ofertas públicas, a la cual siguen conectados a pesar que cuentan con menores requisitos de ingreso, de plazos automáticos o más cortos para la inscripción del valores; sin embargo, el rol del regulador en estas ofertas es el mismo que el aplicado al régimen general de ofertas públicas. Estas ofertas especiales mantienen el mismo régimen de revelación de información periódico y eventual que el esquema general, atenuado en el caso del Mercado Alternativo de Valores en cuanto al régimen sancionatorio, pero mantienen aún una dependencia regulatoria al régimen general de ofertas públicas muy fuerte.
11. Las normas sobre ofertas públicas en la actualidad dan mayor énfasis a la protección del inversionista como un todo y no promueven la incorporación de nuevos emisores al mercado, convirtiendo la regulación en un sistema de protección ineficiente y eminentemente paternalista el cual no distingue el nivel de protección y tutela que deben brindar a los distintos tipos de inversionistas que existen en el mercado de valores. Es por ello que la regulación debe dar un tratamiento diferenciado a cada uno de los tipos de inversionistas según el segmento del público al cual va dirigida la oferta, considerando precisamente que el objeto de protección de la regulación de oferta pública primaria lo constituyen precisamente los inversionistas que tienen problemas para acceder y procesar la información dado que no pueden salvar la asimetría informativa y superar los costos de transacción mediante la obtención directa de la información que necesitan para tomar decisiones. Por ello, el Estado debe priorizar sus objetivos considerando el interés público, en aquellos inversionistas que si requieren de protección y tutela como son los pequeños inversionistas.
12. La justificación del rol del Estado en el marco de las ofertas primarias realizadas en el mercado público de valores mobiliarios busca proteger al inversionista mediante la revelación de información pública a través de la transparencia. El rol del Estado a través de la regulación y supervisión de las ofertas públicas debe proveer los incentivos necesarios para promover que nuevos emisores ingresen al mercado de valores y que también el inversionista “*retail*” ingrese al mercado a través de la inversión de sus ahorros, y además que el propio mercado cree un estándar mínimo de información que los emisores deban

brindar, lo que permitirá aumentar la profundidad de nuestro mercado así como la liquidez y mayores opciones de inversión reduciéndose de esta forma costos y barreras que afectan el ingreso de empresas al mercado.

13. La facultad de supervisión sobre la documentación e información presentada al trámite de inscripción del valor por parte del emisor es percibida como un sobre costo por el mercado, dado que en la práctica se sobreprotege a los inversionistas y se afecta la libertad de contratación de sujetos privados cuando se revisan contratos y se obliga al emisor a modificar cláusulas y documentos suscritos también por el estructurador y el representante de los obligacionistas. Es por ello que, el rol del Estado debería estar definido clara y objetivamente para dar predictibilidad y certeza a los agentes económicos.
14. La necesidad de regular las ofertas públicas primarias de valores tiene por intención principal establecer un régimen de protección especial a los destinatarios de las ofertas realizadas por los emisores. La solicitud pública de dinero, requiere de la protección de la regulación para proteger al inversionista garantizándole un mínimo de información para que este evalúe y decida si acepta o no la oferta, puesto que los fondos que los emisores reciben provienen del ahorro del público del inversor. En las ofertas privadas no existe la necesidad de que el Estado implemente un esquema garantista de protección a los inversionistas que van a participar de una oferta porque dadas las características de la operación, los destinatarios de la oferta no se encuentran conformados por pequeños inversionistas que involucre el interés público y por consecuencia merezcan protección, sino por inversionistas profesionales en la inversión y seguimiento de este tipo de inversiones como son los Inversionistas Institucionales y otros inversionistas sofisticados o calificados que tampoco requieren de la tutela del Estado y quienes pueden defender sus propios intereses y obtener información directamente del emisor sin necesidad de que exista una obligación legal de por medio.
15. No existe justificación para que el regulador destine sus recursos para supervisar y vigilar ofertas en las cuales no existe interés público que cautelar cuando se dirige únicamente a Inversionistas Institucionales o a Inversionistas Acreditados. Es precisamente en estas ofertas respecto de las cuales se verifica que no exista necesidad de tutela debido a que los destinatarios de estas ofertas pueden salvar la asimetría informativa propia de estas

relaciones porque cuentan con la capacidad necesaria para poder defender sus intereses y afrontar los costos de transacción, incluso de mejor forma que el Estado.

16. El mercado de valores peruano si bien ha tenido un desarrollo importante producto de la aplicación de reformas a la normativa y estructura financiera del país en la década de los noventa, el crecimiento y tamaño de nuestro mercado comparativamente con otros mercados de países latinoamericanos como el chileno o el colombiano es muy pequeño y poco desarrollado. Nuestro mercado de valores se caracteriza por ser un mercado en donde predominantemente se negocian instrumentos de renta variable (acciones) en comparación al mercado de renta fija (deuda), el cual es casi inexistente. De otro lado, en cuanto al mercado primario, los instrumentos de renta fija son los más emitidos frente a los valores de renta variable. Los instrumentos de renta fija con mayor frecuencia de emisión lo constituyen los instrumentos de renta fija de largo plazo conformado por los bonos corporativos. Así también, son muy pocas las empresas que acceden al mercado de valores para financiarse anualmente en el país comparativamente con otros países iberoamericanos.
17. Dada la escasez de instrumentos en el mercado, la negociación secundaria de instrumentos representativos de deuda de largo plazo es totalmente inexistente debido a que los portafolios de los Inversionistas Institucionales, principalmente las Administradoras Privadas de Pensiones - AFP adquieren dichos títulos como una inversión a largo plazo, no sólo por razones regulatorias sino porque no existen suficientes instrumentos financieros disponibles para su rotación en el mercado, manteniéndolos hasta su vencimiento. Tampoco existen inversionistas *retail* que participan tanto en el mercado primario como secundario de renta fija en cantidades importantes. Es característico también que son los Inversionistas Institucionales quienes participan con más del 90% de la demanda de instrumentos emitidos por oferta pública mientras que la participación de personas naturales es muy reducida.
18. Un elemento para promover que nuevos emisores ingresen al mercado y potenciar el desarrollo de los mercados primarios es a través de la flexibilización de los regímenes de oferta pública a fin de que la regulación no debiera ser un obstáculo para la inversión y mucho menos que esta sea percibida como un generador de sobrecostos al emisor.

19. El enfoque regulatorio por el cual se implementan las Ofertas Híbridas, supone además de la reducción y flexibilización de las exigencias regulatorias para la inscripción de un valor, el cambio de la concepción del rol del regulador atendiendo que los inversionistas que participan en estas ofertas son Inversionistas Institucionales e Inversionistas Sofisticados que requieren de una protección menor que la de un inversionista *retail*, motivo por el cual la regulación no debe ser tan proteccionista.
20. De la revisión de las experiencias exitosas de países que implementaron modificaciones a sus regímenes de ofertas públicas, las Ofertas Híbridas buscan dotar de mayor flexibilidad y rapidez a las emisiones primarias de bonos corporativos, estableciendo para ello excepciones a sus regímenes generales de ofertas públicas o regulando con mayor intensidad a las ofertas privadas por lo que son características de estas ofertas: (a) su estructuración a partir de esquemas de ofertas públicas u ofertas privadas de valores; (b) reducción al mínimo de los requisitos y las exigencias regulatorias para iniciar un trámite de inscripción de valores (procedimientos automáticos o de muy corto plazo); (c) no existe la obligación de registrar un prospecto informativo en el regulador; (d) limitada o inexistente obligación de revelación de información periódica y eventual, con posterioridad a la inscripción del valor y a la realización de la oferta pública; (e) la regulación y la supervisión por parte del regulador es menos intensa en estas ofertas; (f) las ofertas son dirigidas exclusivamente a Inversionistas Institucionales o Inversionistas Sofisticados; y (g) existe un mercado secundario para estos valores (preferentemente OTC), restringido sólo para Inversionistas Institucionales o Inversionistas Sofisticados que los adquieren.
21. De la experiencia internacional revisada con Brasil, los EE.UU., la Unión Europea, así como de países como Malasia y Tailandia, la introducción de dichos esquemas híbridos a su regulación ha permitido dinamizar y desarrollar sus mercados primarios de bonos corporativos constituyendo una alternativa que promueve el crecimiento de dichos mercados.
22. El ROPPIA constituye un ejemplo de Oferta Híbrida construido a partir de excepciones a determinadas obligaciones en el marco general de ofertas públicas y que ha desarrollado una clasificación de inversionistas más amplia que los Inversionistas Institucionales, los Inversionistas Acreditados a fin de justificar la protección de la regulación de oferta pública a pesar que de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 5° de la Ley del Mercado de Valores,

estas ofertas calificarían en gran parte como un supuesto de oferta privada de valores, dado que los destinatarios de estos valores son en su mayoría Inversionistas Institucionales.

23. Las motivaciones declaradas por el regulador para crear el ROPPIA en el año 2006 fueron establecer un régimen especial de ofertas dirigido a un nuevo segmento de inversionistas al que se le denominó Inversionistas Acreditados, segmento del público que no requiere del nivel de tutela ordinario exigido por el público en general para poder adquirir valores y que también, a través de este régimen se facilitaría que los emisores puedan acceder a financiamiento de una forma más rápida. En ese sentido, el regulador para establecer su competencia respecto de ofertas que por naturaleza son privadas considera al segmento del público conformado por Inversionistas Acreditados como uno que requiere también de tutela, por lo que, la regulación general de las ofertas públicas primarias permitirá que los Inversionistas Acreditados puedan acceder a información relevante sobre el emisor, sus valores y de la oferta que se haga de los mismos, a efectos de adoptar decisiones informadas.
24. La incorporación de los Inversionistas Acreditados como una nueva categoría de inversionistas a nivel reglamentario era innecesaria porque la SMV se encontraba facultada para incorporar a otros sujetos dentro de la definición de Inversionistas Institucionales, de acuerdo a lo establecido en la propia definición de Inversionista Institucional establecida en el inciso j) del artículo 8° de la Ley del Mercado de Valores. Incluso, en la Séptima Disposición Final del Reglamento de OPP. De la comparación de ambas categorías de inversionistas se puede observar la similitud respecto de las personas naturales y jurídicas que estarían comprendidas en ambos grupos. Las razones que justificarían dicha creación es que es menos objetable señalar que es una oferta pública porque se dirige no sólo a Inversionistas Institucionales sino también a Inversionistas Acreditados. Como ya lo hemos señalado, la Ley del Mercado de Valores expresamente ha establecido en el literal a) del artículo 5° que se considera oferta privada la oferta dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales. No obstante ello, consideramos que no habría objeciones a nivel legal en la actualidad para que una oferta dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales pueda ser calificada como una oferta pública en consideración a lo dispuesto en el segundo párrafo del artículo 17° y en el primer párrafo del artículo 87° de la Ley del Mercado de Valores que establecen que es facultativa la inscripción de los valores

en el RPMV que no han de ser objeto de oferta pública -una oferta privada- en cuyo caso el emisor se somete a todas las obligaciones que emanan de dicha ley, y que para las emisiones de bonos dirigidas a Inversionistas Institucionales no requieren de la intervención de un representante de los obligacionistas, respectivamente. Por otro lado, es el emisor siempre y en última instancia, de acuerdo a la normativa, quien decide que naturaleza tiene la oferta, decidiendo para tal efecto si esta es una oferta pública o no y si se dirige al público en general o a un segmento de este.

25. Como resultado de la investigación, el ROPPIA en la práctica no fue diseñado pensando en crear una oferta especial considerando las características especiales de los Inversionistas Institucionales, ni tampoco en promover el ingreso de nuevos emisores al mercado de valores sino que fue una respuesta a la problemática interna del regulador originada por la demora en la evaluación de los expedientes administrativos correspondientes a las ofertas públicas del régimen general, incumpléndose con los plazos legales y reglamentarios establecidos.
26. El ROPPIA no flexibilizó muchos de los requisitos aplicables al régimen general de ofertas públicas como el continuar presentando los prospectos informativos con el contenido regulado en las disposiciones del Manual y las obligaciones de suministro periódico (información financiera y memoria) y eventual (hechos de importancia) de información al mercado continuaban siendo las mismas que el régimen general. De otro lado, la facilidad del registro automático de las inscripciones de los valores y/o programas de emisión no constituyó una ventaja real sino un riesgo latente para los emisores y los estructuradores porque no se encontraban en la capacidad de asumir una nulidad como consecuencia del control posterior que debe realizar la SMV. Así también, debido a que estos requisitos habían sido establecidos a nivel de la Ley del Mercado de Valores y considerando que para el regulador, aún para este tipo de ofertas dirigidas a Inversionistas Acreditados la protección debía ser equivalente a la que se aplica al público en general y a los inversionistas *retail*, el ROPPIA tuvo un diseño que no flexibilizó de manera efectiva las exigencias regulatorias de inscripción y de suministro de información periódico y eventual. Es por ello que en atención a la naturaleza especial de los inversionistas que van a adquirir los valores, Inversionistas Acreditados, y a la facultad establecida por la Ley del Mercado de Valores a la SMV para interpretar administrativamente la disposiciones de dicha norma, se pudo diseñarse un marco reglamentario acorde con la protección real y efectiva que los

Inversionistas Acreditados e Institucionales merecen, quiénes no requieren de la misma protección que los inversionistas *retail*.

27. El ROPPIA no ha constituido un medio importante y masivo por el cual los emisores han podido obtener financiamiento a través de un procedimiento de inscripción *fast track* y con menores requisitos para la inscripción de valores según se desprende de la información estadística disponible. En los primeros años de vigencia del ROPPIA hubo un mayor interés en el uso de estas ofertas por parte de algunos emisores, con el transcurrir de los años las inscripciones disminuyeron hasta ser nulas en el 2011 y a diciembre de 2012 se registra solo una nueva inscripción. Por el contrario en el años 2012, las inscripciones de ofertas internacionales realizadas al amparo de la Rule 144A de la *US Securities Act of 1933* con tramos de colocación en el país han tenido un gran desarrollo, ello en atención al beneficio tributario aplicable a estas ofertas. De no existir estas ofertas internacionales con tramos de colocación local efectuadas a través del ROPPIA, no hubieran existido inscripciones realizadas en el año 2012, las cuales superaron en volumen a las realizadas anteriormente vía el ROPPIA.
28. El ROPPIA no es un caso exitoso de Oferta Híbrida porque mantiene errores en su diseño y estructura interna que no le permitieron cumplir con los objetivos para los cuales fue creado y porque este modelo mantiene el mismo esquema de protección paternalista del regulador aplicable a todo tipo de inversionistas. En efecto, el ROPPIA conserva el mismo estándar de revelación de información periódica y eventual al mercado luego de la inscripción del valor, no flexibilizó de manera efectiva requisitos para el registro del valor y el mecanismo de aprobación automático generaba inseguridad y riesgos reputacionales a los emisores y estructuradores. Así también, el ROPPIA mantuvo el mismo estándar de lineamientos y de contenido mínimo de la información a ser revelada en los prospectos informativos, establecida en el Manual aplicable a todo tipo de oferta pública. Se debió dejar en libertad a los emisores y estructuradores diseñar el prospecto informativo, a fin de determinar qué información debe contener el prospecto informativo. El ROPPIA falló también en la presentación y explicación al mercado sobre los efectos del control posterior a efectuarse a la documentación e información presentada por los emisores al trámite de aprobación automática. Ello generó incertidumbre e inseguridad en los emisores y estructuradores al momento de decidir por efectuar ofertas a través de esta vía porque no era predecible la actuación del regulador en cuanto al control posterior. En atención a ello,

el ROPPIA no cumplió con el objetivo de flexibilizar las ofertas dirigidas a Inversionistas Institucionales y de incentivar a que nuevos emisores y ofertas privadas se incorporen a este esquema.

29. El ROPPIA en ese sentido debió estructurarse efectivamente como un modelo híbrido que diera respuesta a la necesidad de financiamiento rápido de los emisores por un lado y por el otro el de reconocer la trascendencia e importancia de los Inversionistas Acreditados e Institucionales en el mercado primario de valores, principalmente el de instrumentos representativos de deuda. El ROPPIA fue diseñado pensando únicamente en los emisores existentes del mercado y no en los nuevos emisores, manteniéndose el mismo estándar de supervisión y las exigencias informativas periódicas y eventuales presentes en el régimen general de ofertas públicas.
30. El ROPPIA debió identificar expresamente cuál es el alcance de la revisión que el regulador debe llevar a cabo respecto a la documentación e información proporcionada en el trámite de inscripción. La inclusión de la aprobación automática, característica positiva de este régimen en la práctica no fue un medio atractivo para atraer nuevos emisores, ello debido al riesgo derivado de la predictibilidad en la aplicación del control posterior respecto de la documentación e información presentada que podía culminar en una nulidad del registro.
31. El ROPPIA a diferencia de los esquemas exitosos de Ofertas Híbridas estudiados no llegó a flexibilizar los requisitos y requerimientos regulatorios para inscribir valores y/o programas de emisión en la magnitud esperada. El contenido del Prospecto Informativo mantuvo el mismo nivel de exigencia de revelación de información y de contenido, idéntico a la regulación aplicable al régimen general de ofertas públicas, regulado en el Manual y la Normas Comunes, del cual el ROPPIA quería apartarse. En cuanto a otros requisitos que fueron objeto de reducción en el ROPPIA, se dispuso que el emisor presentara un solo informe de clasificación de riesgo aunque en la práctica dado que estos valores van a ser adquiridos por las AFP, la regulación de la SBS dispone de dos (02) clasificaciones de riesgo cuando la oferta es pública. El ROPPIA en cuanto a las obligaciones de suministro de información luego de la oferta mantuvo similar estándar de presentación de información periódica o eventual aplicable a cualquier emisor que lleve a cabo una oferta pública dirigida al público en general al amparo de la Ley del Mercado de Valores y el ROPP y sus

nomas complementarias. Para un nuevo inversionista -a diferencia de uno que ya reporta información- y que va a ingresar por esta vía a financiarse, aplicarle el mismo esquema de obligaciones de suministro de información que el exigido en el régimen general también constituye un desincentivo adicional. En cuanto al público objetivo destinatario de las ofertas así como las restricciones aplicables para su negociación secundaria el ROPPIA mantuvo similar línea que los ejemplos de Ofertas Híbridas analizadas en cuanto a restringir las ofertas realizadas dirigiéndolas exclusivamente a Inversionistas Acreditados y no dirigirlas al público en general. Respecto a la tutela al inversionista, el ROPPIA al continuar siendo una oferta pública muy ligada al régimen general de ofertas públicas, aseguraba la aplicación de las normas antifraude desarrolladas en este régimen, por lo que si se presentaba un hecho luego de realizada la oferta que evidencie que la información difundida por el emisor califica como engañosa, falsa o que se haya omitido información relevante, le era aplicable plenamente dicha protección.

32. El régimen ROPPIA se diferenció de los esquemas exitosos de las Ofertas Híbridas en temas trascendentales como el rol del regulador respecto a la supervisión de estas ofertas, así también en la no reducción de requisitos a ser presentados durante el trámite de la oferta, como el contenido y la información a ser revelada en el Prospecto Informativo; y también, en el hecho de que las normas del ROPPIA mantuvieron las obligaciones de suministro de información al mercado, aspectos que los esquemas exitosos de las Ofertas Híbridas si garantizaron y que habrían supuesto su éxito en dichas jurisdicciones.
33. De la investigación realizada hemos podido confirmar que la hipótesis formulada en el sentido que la implementación de un nuevo modelo de Oferta Híbrida que reduzca los requisitos de registro y flexibilice las obligaciones informativas, sin afectar la transparencia e integridad del mercado y sin reducir el nivel de protección necesario de acuerdo al tipo de inversionistas a los que se dirige la oferta (i) permitirá un mayor desarrollo del mercado de capitales en el Perú generando los incentivos necesarios para incrementar las emisiones de instrumentos de deuda, en particular, de nuevos emisores; y (ii) contribuirá a la profundidad del mercado de capitales peruano, otorgando a los inversionistas más y nuevas alternativas de inversión. En efecto, de la revisión del modelo peruano de Oferta Híbrida y de la revisión de casos exitosos de países que implementaron cambios a su regulación, se ha podido corroborar que el modelo ROPPIA no ha cumplido las finalidades por las cuales fue creado y que además sus características y diseño mantuvieron el mismo

nivel de regulación y supervisión que el aplicable en el régimen general restándole flexibilidad y seguridad para los emisores e inversionistas. Por lo que, sí es posible implementar un modelo de Oferta Híbrida que atendiendo las mejores prácticas de los países investigados y del desarrollo conceptual llevado a cabo en la presente investigación se estructure un nuevo modelo sin afectar la transparencia e integridad del mercado y sin reducir el nivel de protección necesario de acuerdo al tipo de inversionistas a los que se dirige la oferta. Para tal efecto se propone derogar el ROPPIA.

34. En tal sentido, creemos que la implementación de un nuevo modelo de Oferta Híbrida incrementará y dinamizará nuestro mercado primario de instrumentos representativos de deuda en la medida que se flexibilicen los requisitos y el sistema de inscripciones estableciéndose para ello un modelo de Oferta Híbrida, régimen que no afectara los objetivos de protección al inversionista ni la integridad y transparencia del mercado de valores dado que su estructura si bien implica una adecuación y reducción del rol del regulador en el marco del trámite de inscripción, por el otro lado existe un mayor nivel de responsabilidades de los participantes del mercado de valores además que el regulador mantiene facultades para poder investigar y sancionar prácticas fraudulentas que afecten al mercado y a los inversionistas.
35. Es por ello que presentamos una propuesta de desarrollo para introducir un modelo de Oferta Híbrida en la presente investigación el cual se detalla a continuación.

## PROPUESTA Y DISEÑO DE UN NUEVO MODELO DE OFERTA HÍBRIDA

A continuación, presentamos los principales aspectos de la propuesta y diseño del nuevo modelo de Oferta Híbrida que reemplazaría al modelo ROPPIA.

### 1. Justificación del modelo

La presente propuesta se justifica en que las normas que van a regular las ofertas primarias de valores mobiliarios deben encontrarse alineadas con la realidad del mercado y los objetivos de política económica que se quieren promover y desarrollar. El esquema de las Ofertas Híbridas si bien supone la flexibilización de requerimientos regulatorios de presentación de información durante el trámite de inscripción y posteriormente a la realización de la oferta, tal flexibilización responde a un cambio conceptual en el alcance de la protección que la regulación debe brindar a los inversionistas y de la lógica de promoción y ampliación del mercado de valores mediante la redefinición de los objetivos que persigue la regulación en el mercado primario de valores.

En tal sentido, una regulación acorde a esta realidad tiene un gran impacto en el desarrollo y crecimiento del mercado de valores por lo que la implementación de un modelo de oferta primaria simplificado que cuente con una menor carga regulatoria y en donde el rol paternalista del Estado desaparece, bajo una normativa flexible constituye una herramienta importante para promover el incremento de las emisiones primarias así como el ingreso de nuevas empresas a este mercado para obtener financiamiento a menor costo en comparación al sistema bancario.

Del resultado de la presente investigación consideramos que es necesario un nuevo modelo de Oferta Híbrida que reemplace en su totalidad al régimen creado por el ROPPIA, enfocándose este nuevo régimen en repotenciar las ofertas primarias de nuevos emisores y de los ya establecidos mediante un régimen simplificado y flexible que sea atractivo a los Inversionistas Institucionales.

### 2. Fundamentos Legales

La propuesta busca derogar el ROPPIA así como toda normativa vinculada a este régimen como son la Política de Supervisión Posterior del ROPPIA y las disposiciones pertinentes del Manual que regulan el contenido de los prospectos informativos de estas ofertas. Las normas aprobadas que regulan las ofertas internacionales bajo la Rule 144A de la *US Securities Act of 1933* con un tramo local a través del ROPPIA pasarán a ser reguladas a través de la presente

propuesta manteniendo todas las flexibilidades y requisitos ya establecidos actualmente en el Manual.

Las ofertas a ser reguladas mediante la presente propuesta, dada sus características especiales calificarían en principio como ofertas privadas de valores de acuerdo al literal a) del artículo 5° de la Ley del Mercado de Valores. Sin embargo, a fin de ser reconducidas a través de este régimen Híbrido que supone una oferta pública especial, estas ofertas por voluntad del emisor se someten a las exigencias de una oferta pública, pero tales exigencias normativas son relativizadas con la propuesta normativa del Régimen Híbrido<sup>170</sup>. En efecto, de acuerdo al artículo 17° de la Ley del Mercado de Valores es facultativa la inscripción de los valores que no han de ser objeto de oferta pública -como son las ofertas privadas- en cuyo caso el emisor se somete a todas las obligaciones establecidas por la Ley del Mercado de Valores.

En esa línea de pensamiento, de conformidad con los artículos 1°<sup>171</sup> y 7°<sup>172</sup> de la Ley del Mercado de Valores, la SMV se encuentra facultada para interpretar administrativamente las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores, vinculadas a las ofertas públicas y privadas,

---

<sup>170</sup> Otra opción normativa sería efectuar una modificación a la Ley Orgánica de la SMV y a la Ley del Mercado de Valores incorporando a las ofertas privadas bajo su regulación a fin de establecer requerimientos adicionales a estas ofertas y de esta forma crear un régimen híbrido. Sin embargo, creemos que la propuesta presentada en esta sección se ajustaría mejor a los objetivos que busca una oferta híbrida como son la flexibilización de requisitos y requerimientos normativos y del cambio del rol del regulador bajo la denominación de oferta pública.

<sup>171</sup> *Artículo 1° Finalidad y Alcance de la Ley.- La finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista.*

*Quedan comprendidas en la presente ley las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores, los valores de oferta pública, los agentes de intermediación, las bolsas de valores, las instituciones de compensación y liquidación de valores, las sociedades tituladoras, los fondos mutuos de inversión en valores, los fondos de inversión y, en general, los demás participantes en el mercado de valores, así como el organismo de supervisión y control. Salvo mención expresa en contrario, sus disposiciones no alcanzan a las ofertas privadas de valores.*

<sup>172</sup> *“Artículo 7° Control y Supervisión.- La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) es la institución pública encargada de la supervisión y el control del cumplimiento de esta ley.*

*La nombrada institución está facultada para, ciñéndose a las normas del derecho común y a los principios generales del derecho, interpretar administrativamente los alcances de las disposiciones legales relativas a las materias que en esta ley se aborda. Lo está asimismo para dictar los reglamentos correspondientes.*

*A menos que haya indicación expresa en contrario, las facultades que otorga esta ley a Conasev, se ejercen por su Directorio.”*

sin que se requiera de una modificación legislativa, la cual de producirse facilitaría también la creación de este esquema híbrido<sup>173</sup>. En tal sentido, la SMV a fin de crear el Régimen Híbrido procederá a interpretar el alcance de los artículos 4°, 5°, 17°, 55° de la Ley del Mercado de Valores y los correspondientes a las ofertas públicas primarias a fin de facilitar la realización de estas ofertas.

Cabe señalar también que independientemente que una oferta dirigida a Inversionistas Institucionales constituya un supuesto de oferta privada, los emisores son quienes, al amparo del marco regulatorio vigente, determinan libremente a que segmento del mercado de valores van a dirigir la oferta pública que van a desarrollar. Por lo que una oferta pública dirigida únicamente a Inversionistas Institucionales es válidamente posible efectuarla si el emisor lo ha decidido así.

### 3. Premisas del modelo de Oferta Híbrida

Las premisas que debería tener este nuevo régimen de Oferta Híbrida son las siguientes:

- 3.1 En cuanto al rol del regulador, el modelo supone una reducción del rol supervisión y control de la SMV sobre estas Ofertas Híbridas en consideración a la naturaleza especial de las oferta y del público objetivo destinatario de la oferta conformado exclusivamente por Inversionistas Institucionales. Ello permitirá que el Estado pueda destinar sus recursos escasos a otros objetivos. Se elimina la posibilidad de efectuar un control *ex post* a las inscripciones efectuadas que pueda derivar en una nulidad de la inscripción del valor.
- 3.2 Aplicación de procedimientos *fast track* para el registro del valor y/o programas de emisión en el RPMV. Para tal efecto, los valores y/o programas de emisión de nuevos emisores se inscribirán en el RPMV en un plazo máximo de cinco (05) días hábiles sujeto al silencio administrativo positivo. Las inscripciones de valores que se lleven a cabo en el marco de programas de emisión previamente inscritos serán automáticos con la comunicación de su registro a la SMV. Para emisores que ya cuentan con valores inscritos en el RPMV la aprobación de la inscripción de valores y/o programas de emisión es automático.

---

<sup>173</sup> A nivel de modificación de la Ley del Mercado de Valores se podría establecer un esquema de Ofertas Híbridas atribuyéndole la denominación de ofertas públicas especiales cuyo estructura considere un régimen regulatorio simplificado en cuanto a requisitos de inscripción, registro y cumplimiento de obligaciones informativas periódicas, la determinar del alcance de la supervisión y control que ejercería el regulador, entre otros temas los cuales también exponemos en la opción de propuesta normativa que estamos desarrollando en la presente sección.

- 3.3 No se exige la presentación de un prospecto informativo para su revisión por parte del regulador pero sí debe existir un documento simplificado de la oferta que se presenta a la SMV o documento similar. Este documento se archiva tomándose conocimiento de la oferta. Ello sin perjuicio de que el Emisor pueda entregar a los destinatarios de la oferta cualquier otra información en el marco de acuerdos privados suscritos con sus inversionistas.
- 3.4 La revisión que efectúa la SMV se circunscribirá únicamente a verificar el cumplimiento de la presentación de cada uno de los requisitos e información solicitada para iniciar el trámite de inscripción sin evaluar u observar el contenido o cantidad de información revelada en la solicitud de inscripción.
- 3.5 La información periódica (información financiera, memorias) y eventual (hechos de importancia) que los emisores están obligados a revelar al mercado debe ser limitada bajo el presupuesto y reconocimiento que la insuficiencia de información no afecta al mercado ni a los inversionistas *retail* y además porque los Inversionistas Institucionales destinatarios de estas ofertas han establecido con el emisor contractualmente en los contratos de emisión su propio estándar de información, determinando la frecuencia y magnitud de la información a ser entrega a los tenedores de los valores así como el canal de información a utilizar. Se podrán establecer listados simplificados de Hechos de Importancia en atención a hechos o actos que impacten en la capacidad de pago del emisor y el cumplimiento de sus obligaciones con los inversionistas. Respecto a la información financiera esta puede continuar siendo presentada trimestralmente reconociendo que es el mercado al final quien exigirá la periodicidad de remisión de dicha información.
- 3.6 Los valores colocados por los emisores son valores que contarán con restricciones para su libre transmisibilidad negociándose únicamente entre Inversionistas Institucionales a menos que sean inscritos por el emisor en el RPMV. Estos valores podrán negociarse entre los Inversionistas Institucionales de forma extrabursátil con la participación de los agentes de intermediación. Pueden listarse en los mecanismos centralizados de negociación administrados por las Bolsas de acuerdo a sus reglamentos internos y en la medida que puedan diferenciarse de aquellos valores que no tengan restricciones para su libre transferencia entre el público en general.

- 3.7 Para que el modelo sea exitoso, debería fortalecerse los mecanismos de protección al inversionista ante hechos de fraude o falsedad en la información revelada al mercado, a nivel administrativo e incluso a través del arbitraje (árbitros especializados). El inversionista afectado ya no tendría razones para acudir únicamente al Poder Judicial a buscar protección o defensa de sus intereses vía un proceso de conocimiento, sino que acude al regulador del mercado de valores o a un sistema de arbitraje constituido por árbitros especializados e inscritos en la sección de árbitros del RPMV<sup>174</sup>. El arbitraje incluso se encuentra comprendido y reconocido en el artículo 340° de la Ley del Mercado de Valores<sup>175</sup>. La lógica es crear mecanismos rápidos y especializados para solucionar controversias por la falsedad de la información revelada pero no por el volumen de la información puesta a disposición al inversionista. En los contratos de emisión se podrá establecer cláusulas de arbitraje que obliguen a los emisores a resolver sus controversias con los emisores.
- 3.8 El esquema reduce costos de ingreso al mercado de valores y permite generar mayor confianza a los inversionistas para adquirir estos valores dado que se ha acotado el rol de supervisión del regulador en el marco del trámite de inscripción así como de la revisión de la documentación, generando predictibilidad al emisor que acude al mercado. No existe control *ex post* respecto a la información presentada por los emisores, por lo que la nulidad de la inscripción no aplicaría a estas Ofertas Híbridas.

<sup>174</sup> Ley del Mercado de Valores

"Artículo 15° Secciones.- El Registro consta de las siguientes secciones, sin perjuicio de las adicionales que establezca CONASEV, de acuerdo a los requerimientos del mercado:

(...)

m) De árbitros."

<sup>175</sup> "Artículo 340° Arbitraje.- Cualquier controversia o reclamo que tuvieran los inversionistas con los emisores, los representantes de los obligacionistas, los agentes de intermediación, las bolsas y otros organismos rectores de mecanismos centralizados, las sociedades administradoras, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades tituladoras, fiduciarios y fideicomisarios, las empresas clasificadoras de riesgo, las instituciones de compensación y liquidación de valores y en general, entre los participantes en el mercado de valores, relacionados con los derechos y obligaciones derivados de la presente ley, podrán ser sometidos a arbitraje de conformidad con la Ley General de Arbitraje.

*Los inversionistas tendrán derecho, más no la obligación de someter a arbitraje cualquier disputa que tuvieran con los referidos participantes en el mercado de valores. El procedimiento de elección del o los árbitros podrá ser acordado libremente por las partes, una vez que el inversionista haya optado por someter la disputa a arbitraje. A falta de acuerdo, el arbitraje será de tres (3) árbitros, en cuyo caso cada parte elegirá un árbitro y los dos árbitros elegidos deberán elegir al tercero, quien presidirá el tribunal arbitral."*

#### 4. Inversionistas

La propuesta de un nuevo régimen híbrido debe partir por derogar la clasificación existente de Inversionistas Acreditados creada por el ROPPIA. El público objetivo de las Ofertas Híbridas debe estar constituido exclusivamente por Inversionistas Institucionales que se encuentran detallados en el literal j) del artículo 8° de la Ley del Mercado de Valores además de los sujetos comprendidos en la Séptima Disposición Final del Reglamento de OPP.

Cabe precisar, que la SMV se encuentra facultada para incorporar a otras personas naturales y jurídicas dentro de la categoría de Inversionistas Institucionales para tal efecto su inclusión deberá responder a consideraciones de sofisticación, experiencia y conocimiento del mercado de valores además de suficiencia patrimonial que permita acreditar que se encuentran calificados para poder relacionarse directamente o través de la contratación de asesores financieros con los emisores.

Los agentes de intermediación y en su caso los emisores serán los obligados a establecer las medidas y procedimientos para verificar que los inversionistas que participan en las ofertas que intervengan o en la negociación secundaria cumplan con los requisitos legales y reglamentarios, recayendo la responsabilidad en éstos para recabar las declaraciones juradas que acrediten que los inversionistas que participan en estas ofertas conocen del riesgos asociados a invertir en estos valores y del régimen especial para la revelación de información.

Cabe señalar que la oferta que se haga de estos valores no deberá emplear medios masivos de comunicación que implique de alguna forma la posibilidad de que otros inversionistas que no califiquen como Inversionistas Institucionales puedan acceder a esta oferta especial.

#### 5. Tipos de valores

Los valores objeto de las Ofertas Híbridas podrán comprender a todo tipo de valores o instrumentos representativos de deuda de corto plazo como los papeles comerciales o de largo plazo como los bonos, sean estos corporativos, subordinados, de arrendamiento financiero o de otro tipo. No se encontrarán comprendidas en este régimen las ofertas de valores de renta variable.

## 6. Rol del regulador

Respecto al rol del regulador como ya ha sido señalado en la presente investigación, en la medida que las ofertas de valores de este régimen Híbrido van a ser adquiridos por Inversionistas Institucionales, la necesidad de protección de la normativa del mercado de valores debe ser concordante con la efectiva necesidad de protección que requieren. En tal sentido, en la medida que los Inversionistas Institucionales se encuentran en capacidad de poder acceder a información directamente del emisor y además pueden procesarla y entenderla sin dificultades, salvando de esta manera las fallas del mercado, como son la asimetría informativa y los costos de transacción, no requieren de la misma protección de la regulación que el exigido por otros tipos de inversionistas como los inversionistas *retail*. Por lo tanto, poner en marcha todo el aparato administrativo estatal para proteger a Inversionistas Institucionales al mismo nivel que los pequeños inversionistas no es razonable ni eficiente en términos económicos.

De acuerdo a lo anterior, consideramos que en relación al rol que la SMV debería cumplir en las Ofertas Híbridas, éste se manifestaría en dos momentos, el primero durante el trámite de inscripción de los valores y el segundo momento, luego de efectuada la oferta.

Durante la inscripción de valores, la SMV se limitará únicamente a verificar que la solicitud de inscripción de valores y/o programas de emisión contenga cada uno de los requisitos establecidos por el régimen Híbrido. No procederá la observación o cuestionamiento del contenido o volumen de la documentación e información presentada por los emisores. Luego de verificada la presentación efectiva de los requisitos se procederá a expedir la correspondiente resolución de inscripción en caso el trámite no sea de aprobación automática.

Se considera necesario para la presente propuesta establecer un plazo de cinco (05) días hábiles, con silencio administrativo positivo para efectuar la inscripción solicitada para nuevos emisores que inscriban sus valores en el marco de un trámite general o inscriban un nuevo programa de emisión de valores mediante un trámite anticipado. Para las emisiones que se estructuran bajo el marco de programas de emisión, los valores se inscribirán automáticamente con la presentación de la documentación específica para cada emisión y pueden ser realizadas durante los dos (02) años siguientes a la fecha de aprobación del trámite anticipado. En el caso de emisores que ya tengan valores inscritos en el RPMV vía este régimen o el régimen general

de ofertas públicas primarias, no aplicará el plazo de cinco (05) días hábiles y el trámite será automático.

Las razones por las cuales se ha establecido un plazo de cinco (05) días hábiles para inscripciones de nuevos emisores y no mantener el trámite de inscripción como uno automático como ocurre con el ROPPIA se debe a dos razones. La primera de ellas se encuentra vinculada al reconocimiento del nuevo rol del regulador en este tipo de ofertas a diferencia del esquema vigente con el ROPPIA. La labor de la SMV en esta parte del trámite se limitará a verificar la presentación de cada uno de los documentos solicitados como requisitos sin proceder a evaluar ni a observar el contenido de tales documentos al momento de la inscripción. Consideramos que el hecho de limitar el rol de la SMV generara predictibilidad a los emisores al momento de estructurar sus operaciones de financiamiento y además en la práctica al limitarse la supervisión a la verificación únicamente de la presentación de requisitos y no de contenido, aquellos trámites que tengan un plazo legal serán aprobados en uno menor por el regulador.

En segundo lugar, el establecer este plazo para nuevos emisores respondería a un factor psicológico debido a que los emisores valoran mucho tener un documento expedido por el regulador –la resolución que dispone la inscripción de los valores- que saber que su procedimiento ha sido aprobado automáticamente.

Sin duda, que la propuesta busca también dejar de lado la percepción que los emisores y estructuradores mantienen respecto al riesgo derivado de la nulidad de la inscripción de los valores producto del control *ex post* en las ofertas inscritas automáticamente bajo el ROPPIA, lo que en la propuesta ha sido reemplazado por un trámite de evaluación previa con un plazo de cinco (05) días sujeto al silencio administrativo positivo como plazo general, el cual en la práctica llegará a ser mucho más corto.

Respecto al rol posterior que la SMV asume luego de efectuada la oferta, en el numeral 8 se detallaran las obligaciones de información que los emisores o el agente colocador deben remitir al regulador. Estas comunicaciones se deberán efectuar a través de formatos estructurados y electrónicos que permitan estandarizar la información y remitirla en línea a la SMV. Al respecto, consideramos que estas comunicaciones no constituyen hechos de importancia a menos que el emisor cuente con valores inscritos en el régimen general.

Así también, posterior a la oferta la SMV mantiene competencia como instancia administrativa para la resolución de controversias entre los inversionistas y el emisor producto de la oferta realizada. De igual forma posee facultades para investigar y sancionar prácticas que atenten contra el mercado de valores y en específico las normas que regulan las Ofertas Híbridas así como las obligaciones y responsabilidades de los participantes. Como mecanismo de disuasión para aquellos emisores que infringen la normativa de la Ofertas Híbridas se impondrán también como sanción al emisor dejar de usar este régimen hasta por cinco (5) años y de inhabilitar a las entidades estructuradoras de participar en la estructuración de operaciones en el mercado de valores si incumplen sus obligaciones y responsabilidades. De igual forma, este régimen también deberá establecer infracciones a los agentes de intermediación que actúen como agentes colocadores o como intermediarios en la negociación secundaria por no actuar con diligencia en la verificación de si sus clientes ostentan la condición de Inversionistas Institucionales o han efectuado operaciones con estos valores restringidos adquiriéndolos o vendiéndolos a personas que no son Inversionistas Institucionales.

Finalmente, resaltamos que en el marco de las funciones que la SMV mantiene, debe quedar claro que en este esquema no hay control *ex post* respecto a la inscripción de la oferta y documentación que los emisores presentan durante el trámite.

## **7. Requisitos para la inscripción y procedimientos aplicables**

En cuanto a los requisitos para la inscripción de un valor y/o programa de emisión los emisores deberán presentar la siguiente:

- (i) Solicitud de inscripción.
- (ii) Prospecto Informativo, documento informativo u otro equivalente elaborado a criterio del emisor. Se puede sugerir un contenido mínimo pero será el mercado quien exija el estándar a ser aplicado.
- (iii) Modelo de Aviso de Oferta.
- (iv) Contrato o Acto de Emisión. En el contrato de emisión debe existir una cláusula de arbitraje.

Respecto a los procedimientos y trámites que los emisores deberán seguir ante la SMV proponemos lo siguiente:

- (i) Inscripción de valores y/o programas de emisión. Para nuevos emisores que inscriban valores vía el trámite general o programas de emisión a través del trámite anticipado el

plazo aplicable es de cinco (05) días hábiles sujeto al silencio administrativo positivo. Para emisores que ya tengan valores inscritos en el RPMV la inscripción de valores y/o programas de emisión será automática.

- (ii) Respecto de emisiones en el marco de programas de emisión estas se inscriben de manera automática con la presentación de la documentación correspondiente para cada emisión y se efectuarán durante los dos (02) años siguientes a la fecha de aprobación del trámite anticipado. Dicho plazo podrá renovarse por única vez y de manera automática con la presentación de la documentación correspondiente debidamente actualizada al RPMV.
- (iii) El plazo de colocación de estas ofertas será de nueve (09) meses de conformidad con el artículo 61° de la Ley del Mercado de Valores<sup>176</sup> y podrá ser prorrogado de forma automática por un periodo igual con el envío de una solicitud a la SMV.
- (iv) El régimen de actualizaciones de la información se regirá por los acuerdos privados entre el emisor y los tenedores de sus valores. De efectuarse una variación esta será informada a la SMV para su conocimiento.

## 8. Régimen de información periódica

Respecto a este punto, los emisores en el marco de una Oferta Híbrida no se encuentran sometidos al envío periódico de información al mercado o si existe esta obligación esta es muy limitada como hemos podido observar de los ejemplos de regímenes híbridos extranjeros. En tal sentido, y en concordancia con el nuevo rol del regulador respecto a estas ofertas que se dirigen exclusivamente a Inversionistas Institucionales consideramos que las exigencias mínimas de información que los emisores comunicarán al mercado deben ser limitadas y precisas. El régimen de Hechos de Importancia del marco general de ofertas públicas no será de aplicación a los emisores que han efectuado Ofertas Híbridas en la medida que no tengan valores inscritos en el RPMV vía el régimen general del Reglamento de OPP, ello en atención a mantener un mismo estándar de información y orientándose al más estricto.

Para aquellos nuevos emisores que únicamente tienen valores inscritos en el RPMV emitidos al amparo del Régimen Híbrido si bien no les será de aplicación el régimen de Hechos de

---

<sup>176</sup> Artículo 61 ° Plazo de Colocación

*La colocación deberá efectuarse en un plazo no mayor de nueve (9) meses desde la fecha de inscripción del valor en el Registro, prorrogable hasta por un período máximo de nueve (9) meses, a petición de parte.*

Importancia del marco general de ofertas públicas consideramos que deben establecerse listados simplificados de Hechos de Importancia que los emisores deben informar. Dicho listado se estructurará considerando hechos o actos que impacten directamente en la capacidad de pago del emisor y que se encuentren relacionados con el cumplimiento de sus obligaciones con los inversionistas. Se dejará de lado aquellos hechos de carácter informativo tales como nombramiento de gerentes que no tengan un impacto directo en la capacidad de pago o de generación de flujos para el pago de las acreencias de los inversionistas.

Respecto a la obligación de presentar información financiera auditada y no auditada y la memoria anual, estas obligaciones se mantendrán vigentes si es que el emisor tiene valores inscritos en el RPMV vía el régimen general de oferta pública. Para tal efecto, su presentación deberá efectuarse dentro de los plazos establecidos en el régimen general. En caso contrario el emisor estará obligado a presentar únicamente información financiera semestral individual y consolidada, información financiera auditada anual y la memoria anual. Cabe precisar que a nivel privado, contractualmente los Inversionistas Institucionales con los tenedores de sus valores están en libertad de establecer el tipo y la frecuencia de envío de la información que requieran.

Respecto a las exigencias mínimas de información que el emisor o el agente colocador deben brindar a la SMV bajo el marco de estas Ofertas Híbridas y que pueden ser de público acceso al mercado en la medida que no exista un tema de reserva de identidad, consideramos que estas deben comprender: (i) informar el Aviso de Oferta con una anticipación mínima de un (01) día hábil a la realización de la colocación, (ii) informar dentro de los cinco (5) días de efectuada la colocación el resultado de la oferta con el detalle del monto de la emisión colocada y los titulares de los valores asignados, (iii) informar el pago, amortización, rescate o vencimiento de los valores y (iv) anualmente informar la situación de los valores y/o programas de emisión vigentes.

A fin de estandarizar el contenido de la información podrán utilizarse formatos estructurados para la remisión de esta información a la SMV vía el Portal del Mercado de Valores o a través del Sistema MVNet.

## 9. Negociación Secundaria

En cuanto a la negociación secundaria, cabe precisar que los valores objeto de negociación son valores restringidos que no pueden ser ofrecidos libremente al público en general. Su negociación sólo podrá efectuarse entre Inversionistas Institucionales a través de mercados centralizados de negociación regulados en el país o fuera de este donde se pueden distinguir de aquellos valores públicos en donde no existe restricción para ser adquiridos por cualquier persona.

En caso se quieran negociar estos valores en bolsa y hacer posible que cualquier inversionista pueda adquirirlos, la restricción se deja de lado y por ende el emisor deberá presentar la información correspondiente para equiparar el estándar al de una oferta pública de valores de acuerdo al régimen general de oferta pública primaria contenido en el Reglamento de OPP.

La otra opción es que la negociación sea abierta y libre luego de transcurrido un plazo de doce (12) meses, estableciendo obligaciones en cabeza de los agentes de intermediación para que verifiquen la idoneidad y capacidad de sus clientes para poder adquirir estos valores. En este caso podrían participar otros inversionistas, quienes no encontrándose dentro de la categoría de Inversionistas Institucionales pueden ser Inversionistas Sofisticados o Inversionistas Calificados bajo la certificación y verificación de los agentes de intermediación quienes acreditaran que estos inversionistas se encuentran en capacidad para entender las implicancias negativas y los riesgos asociados de invertir en estos valores que se emitieron bajo el marco de las Ofertas Híbridas.

La razón fundamental de flexibilizar la condición de negociación de los valores restringidos y ampliarla a otros inversionistas es que si al momento de la colocación inicial y suscripción por parte de un Inversionista Institucional este ya tomo todas las precauciones necesarias para verificar la calidad del valor y de la información vinculada al emisor y de la oferta, posteriormente es posible que otro inversionista que no sea un inversionistas *retail*, pero sí sea un Inversionista Calificado o Sofisticado se encuentre en capacidad de asumir este riesgo de inversión.

Se deberá precisar que en ningún caso, estos valores podrán ser adquiridos por inversionistas que no se encuentren en la capacidad de obtener y procesar información por sus propios medios y que requieren de la tutela de la normativa, tales como los inversionistas *retail*.

## 10. Tutela del Inversionista

El modelo de Oferta Híbrida propuesto permitirá, a diferencia de las ofertas privadas, que los inversionistas puedan tener una protección mayor y más efectiva a cargo del regulador del mercado de valores y del sistema legal frente a la comisión de fraudes producto de la información y la oferta realizada. En un esquema privado de ofertas primarias, los tenedores de estos valores deben recurrir al Poder Judicial para hacer valer sus derechos o de haberlo pactado acudir a arbitraje.

Se propone que la SMV mantenga competencias para investigar y sancionar prácticas que atenten contra la transparencia del mercado y por ende perjudiquen a los inversionistas. Para tal efecto, la SMV deberá encontrarse facultada para que administrativamente determine infracciones y sancione conductas de los emisores, agentes de intermediación, estructuradores y demás sujetos participantes de este mercado de Ofertas Híbridas. Esta labor no implica que la SMV pueda declarar la nulidad posterior de la inscripción llevada a cabo pero sí procederá a analizar la documentación proporcionada en su oportunidad en el trámite.

En cuanto al régimen de solución de controversias consideramos importante que mediante el arbitraje especializado se facilitaría el arreglo de reclamaciones entre los emisores y los inversionistas debiendo para ello promoverse que a nivel contractual vía los actos o contratos de emisión las partes acuerden resolver sus controversias vía el arbitraje. Para tal efecto, se promoverá que estos árbitros se encuentren inscritos en la sección correspondiente del RPMV con el objetivo de profesionalizar esta actividad. Consideramos que esta alternativa dinamizará también el uso de este registro de árbitros, quienes para su inscripción deberán acreditar ante la SMV que cuentan con experiencia en las materias que van a ser materia de la controversia.

Sin perjuicio de estas opciones, los inversionistas, emisores y demás participantes de este mercado podrán acudir al Poder Judicial a resolver sus controversias en las vías procedimentales correspondientes tanto en la vía civil como en la penal.

## 11. Régimen de responsabilidad

En cuanto al régimen de responsabilidad que deben asumir los participantes en el marco de las Ofertas Híbridas, consideramos que tal responsabilidad debe estructurarse tomando en cuenta el enfoque y características de este régimen especial de oferta caracterizado por tener un

marco regulatorio flexible en cuanto a la inscripción, preponderancia del aspecto privado en las relaciones de las partes y que las ofertas son dirigidas a un sector profesional del mercado, Inversionistas Institucionales por lo que se requiere un régimen de responsabilidad que fortalezca y genere confianza al mercado y a los inversionistas respecto a este modelo.

La regla debería ser la de trasladar la responsabilidad sobre la calidad y contenido de la información proporcionada al inversionista hacia el emisor, los intermediarios y participantes de estas ofertas como los estructuradores, auditores, clasificadoras de riesgo, representante de obligacionistas, entre otros, en aquellos aspectos en donde enfocaron sus servicios y actividad.

Cabe resaltar que incluso para regímenes especiales de ofertas públicas como el regulado por el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores-MAV, el régimen de responsabilidad por la documentación e información presentada para el registro del valor y/o programa de emisión, así como la revelada en el Prospecto Informativo es el contenido en el inciso d) del artículo 56° de la Ley del Mercado de Valores y reglamentado mediante los artículos 16° y 17° del Reglamento de OPP.<sup>177</sup> En tal sentido, dicho régimen de responsabilidad debe ser aplicable a las ofertas realizadas bajo esta propuesta de régimen híbrido.

En la medida que la regulación establezca responsabilidades y obligaciones claras a los intermediarios, se limitarán los riesgos derivados de prácticas que afecten la confianza del mercado de valores y desincentiven el uso de mecanismos de ofertas flexibles como el propuesto.

## 12. Consideraciones finales

El modelo no es contradictorio a la transparencia en el mercado de valores, puesto que reducir el suministro de información obligatorio no implica una desprotección del inversionista, debido a que el modelo propuesto considera que los emisores privadamente continuaran suministrando

---

<sup>177</sup> Reglamento del Mercado Alternativo de Valores-MAV aprobado mediante Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01 y sus modificatorias.

*"Artículo 13°.- Régimen de responsabilidad solidaria*

*Son solidariamente responsables con el emisor u ofertante, frente a los inversionistas, las personas a que se refiere el inciso d) del artículo 56° de la Ley respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional, por las inexactitudes u omisiones del prospecto informativo a presentarse.*

*Resultan de aplicación, asimismo, a las ofertas realizadas por las Empresas, las disposiciones establecidas en los artículos 16° y 17° del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10."*

información más fina, precisa y según las necesidades de los inversionistas que son distintas a las que un régimen obligatorio de remisión de información exige.

Somos conscientes también que el presente esquema propuesto no puede de por sí obligar a que las ofertas privadas migren a este esquema dado que es el mercado y los inversionistas los que deciden que vías de financiamiento exigir o estructurar y que nivel de riesgo asumir en los distintos tipos de mercado que existen.



## BIBLIOGRAFÍA

### LIBROS

MISHKIN, Frederic, “Moneda, Banca y Mercados Financieros, Pearson, México D.F., 8va edición, 2008.

NICHOLSON, Walter, “Microeconomía Intermedia y sus aplicaciones”, 8va edición, MacGrawHill, Bogotá, 2001.

SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo, “El Mercado de Valores en el Perú”, Cultural Cuzco, Lima, 2da edición, 2002.

TORRES, Miguel, “La Contratación del Mercado de Valores”, Grijley, Lima, 2012.

VIDAL, Eduardo y JH, Jan, US Securities Regulation: A Guidebook for International Companies. London: Globe Business Publishing Ltd. (2011).

### ARTÍCULOS

ABANTO, Renzo, “Apuntes sobre el Régimen Aplicable a las Ofertas Públicas dirigidas a Inversionistas Acreditados. Analizando su evolución en los últimos 30 meses”. En: Revista Capitales; Lima, enero, 2009.

BULLARD, Alfredo, “Ronald Coase y el Sistema Jurídico”, En Derecho y Economía. El Análisis de las Instituciones Legales, Palestra Editores, Lima, 2009, págs. 104-121.

CASTRITIUS, Paul, “Últimas tendencias en la Regulación del Mercado de Instrumentos Financieros: sus efectos sobre la forma de estructurar operaciones y la eficiencia del sistema financiero”. En: Themis N° 54. Lima, agosto, 2007 págs. 227-238.

CHAPLINSKY, Susan y RAMCHAND Latha (2004) The impact of SEC Rule 144A on Corporate Debt Issuance by International Firms. Journal Of Business vol.77, N° 4). University of Chicago.

CONASEV (2006) Comisión encargada de la elaboración del Reglamento de Oferta Pública Primaria Dirigida Exclusivamente a Inversionistas Acreditados, Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados. En: Valores N° 47. Año XVII. Lima, Agosto 2006

COOPER, Claudia, “Potential Impact of Capital Market Reforms in Peru on Financial Market Efficiency and Firm’s Productivity”, Universidad del Pacífico - Research Center, Lima, 2011.

CORREIA, Filipa, JIMÉNEZ, Luis Felipe y MANUELITO, Sandra, “Regulación y Supervisión Financiera: Lecciones de la Crisis para América Latina y el Caribe”. En: Revista CEPAL N° 99, diciembre, 2009 págs. 7-23.

DEL VALLE, Clemente y MOLINA, Gutiérrez “Promoción del Mercado de Bonos Corporativos en los Países Emergentes”, En: Capitales, N° 45 Lima, abril, 2012, págs. 8-9

GUTIÉRREZ, Isabel (2010) El concepto Legal de la Oferta Pública de Valores Mobiliarios. Con 161

ocasión de la emisión del nuevo Reglamento de Oferta Pública Primaria Exclusiva para Inversionistas Acreditados. En Revista de la Maestría en Derecho de la Empresa - Pontificia Universidad Católica del Perú: N° 1, 293-311.

HERNÁNDEZ, Juan Luis y GOTUZZO, Gianina, “Responsabilidad del Estructurador en las Ofertas Públicas Primarias de Valores: Limitaciones y Due Diligence Defense”, En: Themis, N° 49, Lima, 2004

INSTITUTO PERUANO DE ECONOMÍA – IPE, “Evaluación de cambios normativos orientados a reducir el costo administrativo de la inscripción de valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores”. Lima, 2009.

JARA AMIGO, Rony, “Oferta Pública y Privada de Valores en el Mercado: Una Visión Comparada”, En: Revista Chilena de Derecho, vol. 28, N° 1, 2001 pág. 109.

LLEWELLYN, David “The Economic Rationale for Financial Regulation”, En: FSA Occasional Paper, 1999, pág. 21.

MANKIW, N. Gregory. (2004) Principios de Economía. 3ra ed. Madrid: Mc Graw Hill, pág.96.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS Resultado de la Consulta Ciudadana Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores”, Lima, 25/05/2001y MORRIS, Felipe M., “Mercados Financieros en América Latina: Convergencia e Integración. El Caso de Perú”, Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Julio 2008.

MORRIS, Felipe F., “Mercados Financieros en América Latina: Convergencia e Integración. El Caso de Perú. Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Julio 2008.

NARGHIS TORRES, Pérez, “Regulando por estándares: El estándar del Inversionista Razonable en el Mercado de Valores”, en Themis N° 54, Lima, 2007 págs. 263-264.

NICHOLSON, Walter, “Microeconomía Intermedia y sus aplicaciones”, 8va edición, MacGrawHill, Bogotá, 2001, págs. 544-549.

PAYET, José Antonio, “Razones para regular el mercado de valores” En: THEMIS N° 33, 1996. Lima, pág. 96.

PESAQUE, Andrés, “Operaciones de Financiamiento en el Perú: un repaso general a la luz de los principios básicos de las Finanzas Corporativas” En: Themis N° 54 pág. 28.

PIAGGIO, Ezio, “La Oferta Pública Primaria de Valores”, En: Themis N° 40, Lima, 2000, pág. 76.

ROCCA CARBAJAL, Lilian, “Nuevas Condiciones de Acceso de Emisores No Corporativos al Mercado de Valores: Mercado Alternativo de Valores – MAV” en Revista Iberoamericana del Mercado de Valores N° 37, Edición Cuatrimestral, España, Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, Noviembre 2012, pág. 2.

SALINAS, Rivas, “El Financiamiento Empresarial a través de la Emisión de Valores: Ventajas, Desventajas y Perspectivas”, En Themis N° 37, Lima págs. 70-71.

WORLD BANK GROUP, Select Country Practices in Primary Market Regulation of Corporate Bonds. DRAFT, Noviembre 2011.

## **NORMAS LEGALES**

### **Nacionales**

Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios aprobado mediante Resolución Gerencia General N° 211-28-EF/94.1.1 (24.12.1998).

Normas Comunes para la determinación del contenido de los Documentos Informativos aprobado mediante Resolución Gerencia General N° 211-28-EF/94.1.1 (24.12.1998),

Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861 y sus modificatorias, Perú (22/10/1996).

Política de Supervisión Posterior de dicho Reglamento aprobada mediante Resolución Gerencia General N° 130-2006-EF/94.11 (22.08.2006).

Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, Resolución CONASEV N° 0141-1998-EF/94.10, Perú (21/10/1998).

Reglamento de Oferta Pública Primaria dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados, Resolución CONASEV N° 079-2008-EF/94.10, Perú (26/12/2008).

Reglamento del Mercado Alternativo de Valores - MAV, Resolución de Superintendencia N° 025-2012-SMV/0, Perú (29/06/2012).

### **Extranjeras**

Capital Markets and Services Act 2007. Capital Markets and Services (Private Retirement Scheme Industry) Regulations 2012, Malasia.

Directiva 2001/34/CE, N° 2003/71/CE, Del Parlamento Europeo y del Consejo, Diario Oficial de la Unión Europea, 4 de noviembre de 2003.

Instrucción CVM N° 476 del 16 de enero de 2009 (Norma de ofertas públicas de valores mobiliarios con esfuerzos restringidos) (<http://www.cvm.gov.br/>).

Instrucción CVM N° 409, del 18 de agosto del 2004, aprobada por la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil.

Norma Común General N° 30 de 1989 de Chile mediante la cual se establecen Normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el registro de valores; su difusión, colocación y obligaciones de información consiguientes.

Norma de Carácter General N° 216 del 12 de junio de 2008, Chile.

Norma de Carácter General N° 336 del 27 de junio de 2012, Chile.

Resolución N° 02375 de 2006 de Colombia que establece el contenido de la información que debe contener el prospecto informativo.

Regla 144 A de la U.S. Securities Act de 1933.

Regulacion S de la U.S. Securities Act de 1933.

Rule D de la U.S. Securities Act de 1933.

Título X del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, referido a Calificación y Clasificación de Riesgo de Inversiones aprobado mediante Resolución SBS N° 724-2001.

U.S. Securities Act de 1933.

U.S. Securities Exchange Act de 1934.

### **PÁGINAS WEB**

Anuario Estadístico sobre el Mercado de Valores 2011, Superintendencia del Mercado de Valores - SMV, Disponible en <http://www.smv.gob.pe>.(visitado 30.09.2012).

Anuario Estadístico Fact Book 2012, Federación Iberoamericana de Bolsas – FIAB, Disponible en <http://www.fiabnet.org/es>, pág. 9 (visitado 30.09.2012).

Anuario Estadístico Fact Book 2012, Federación Iberoamericana de Bolsas – FIAB, Disponible en <http://www.fiabnet.org/es>, pág. 9 (visitado 30.09.2012).

Boletín Electrónico del mes de noviembre, Mercado Integrado Latinoamericano - MILA, Lima, Disponible en: <http://mercadointegrado.com>.

Boletín Electrónico del mes de noviembre, Mercado Integrado Latinoamericano - MILA, Lima, Disponible en: <http://mercadointegrado.com>, (visitado 13.01.2013).

COMISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS DEL BRASIL, Relatório Anual 2011 CVM, págs. 27-28 Disponible en: <http://www.cvm.gov.br/>. (visitado el 20.01.2013).

COMISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS DEL BRASIL, Annual Report 2010, pág. 21 Disponible en: <http://www.cvm.gov.br/>. (visitado el 20.01.2013).

<http://www.sec.gov/> (Página web de la Securities Exchange Commision – SEC).

<http://www.smv.gob.pe> (Portal del Mercado de Valores de la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV. Perú)

Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica, Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, Madrid, 2010. Disponible en: [http://www.iimv.org/estudios\\_transparencia.htm](http://www.iimv.org/estudios_transparencia.htm) (visitado el 02/12/2012).

<http://www.sbs.gob.pe> (Página Web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del Perú).

<http://www.bcrp.gob.pe> (Página Web del Banco Central de Reserva del Perú).

<http://www.superfinanciera.gov.co/> (Página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia).

<http://www.svs.cl/sitio/index.php> (Página Web de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile).

<http://www.sec.gov/> (Página Web de la Securities Exchange Commission. SEC EE.UU.)

<http://www.cnbv.gob.mx/Paginas/Index.aspx> (Página Web de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México).

<http://www.sc.com.my/index.asp> (Página Web de la Securities Commission Malaysia).

<http://www.cvm.gov.br/> (Página Web de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil).

<http://cooperacionsuizaenperu.org.pe/seco-notas-de-prensa/818> (Artículo sobre las Ofertas Híbridas y los Mercados de Bonos Corporativos de países emergentes con información y presentaciones).

<http://lema.rae.es/drae> (Página Web de la Real Academia de la Lengua).

ANEXOS



Anexo 1<sup>178</sup>

## Cuadro Comparativo de las Ofertas Públicas de Valores

Tipo de Regímenes de Ofertas Públicas regulados en el país	Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (Reglamento OPP)	Reglamento de Oferta Pública Primaria dirigida exclusivamente a Inversionistas Acreditados (ROPPIA)	Reglamento del Mercado Alternativo de Valores—MAV
<b>Clases de valores a ser emitidos</b>	Se pueden emitir todo tipo de valores	Se pueden emitir todo tipo de valores	Se pueden emitir todo tipo de valores.  No obstante, a la fecha solo se pueden emitir instrumentos de corto plazo que tengan la condición de valores típicos, pues solo ha sido publicado el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Instrumentos de Corto Plazo emitidos por Empresas en el Mercado Alternativo de Valores-MAV.
<b>Requisitos que los emisores deben cumplir para acceder al mercado de valores</b>	No existen requisitos previos para que las empresas emisoras accedan a financiarse.	No existen requisitos previos para que las empresas emisoras accedan a financiarse.	Si existen requisitos previos para el ingreso a este mercado. Estos son: 1. Empresas cuyos ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios en los últimos tres (3) años no hayan excedido de S/. 200 millones (equivalente a US\$ 70 millones). 2. No tener ni haber tenido valores inscritos en el Registro o admitidos a negociación en algún MCN administrado por las Bolsas o

<sup>178</sup> Cuadro comparativo elaborado a partir de la revisión de las siguientes normas: Ley del Mercado de Valores, Reglamento de OPP, Manual, Normas Comunes, ROPPIA y Reglamento del MAV.

			mercados organizados extranjeros. 3. No encontrarse obligadas a inscribir sus valores en el Registro.
<b>Inversionistas</b>	La oferta se dirige a todo tipo de inversionistas	La oferta se dirige exclusivamente a Inversionistas Acreditados, así como a un segmento de acreditados, conformado sólo por Inversionistas Institucionales. El ROPPIA permite llevar a cabo Ofertas Internacionales dirigidas a Inversionistas Institucionales al amparo de la Rule 144A de la <i>US Securities Act of 1933</i> , con un tramo de colocación dentro del territorio nacional.	La oferta se dirige a todo tipo de inversionistas.
<b>Negociación secundaria de valores</b>	No existen restricciones ni limitaciones a la negociación secundaria de valores. Pueden negociarse en la Bolsa o extrabursátilmente.	Los valores solo podrán ser transferidos a otros Inversionistas Acreditados durante los doce (12) meses siguientes a su primera colocación. Transcurrido el plazo anterior, los valores inscritos podrán ser negociados entre el público en general.  Los valores inscritos podrán ser negociados en un mecanismo centralizado de negociación siempre que sea posible diferenciar aquellos que se negocien únicamente entre acreditados de aquellos otros valores susceptibles de ser transferidos libremente entre inversionistas.	Se negociarán en bolsa en el segmento del MAV de la Bolsa de Valores de Lima – BVL.

<p><b>Actividades de Supervisión de la SMV</b></p>	<p>Revisión previa por parte de la SMV de la información presentada para la inscripción de un valor y/o programa de emisión o el registro del prospecto informativo.</p> <p>Solo después de que la SMV verifique que la documentación e información presentada por el emisor satisface el mínimo exigido por el Reglamento de OPP y sus disposiciones complementarias, procede a la inscripción, registro o aprobación correspondiente.</p>	<p>La inscripción, registro o aprobación están sujetos a supervisión posterior por parte de la SMV en consideración a que el trámite es uno de aprobación automática. Se ha establecido una política con el fin de evaluar si la documentación e información presentada satisfacen el mínimo exigido por el Reglamento de OPP.</p>	<p>Revisión previa por parte de la SMV de la información presentada para la inscripción de un valor y/o programa de emisión o el registro del prospecto informativo.</p> <p>Solo después de que la SMV verifique que la documentación e información presentada por el emisor satisface el mínimo exigido por el Reglamento de OPP y sus disposiciones complementarias, procede a la inscripción, registro o aprobación.</p>
<p><b>Trámites para la inscripción</b></p>	<p>La inscripción y/o el registro pueden ser efectuados a partir de un trámite general o de un trámite anticipado y la posterior presentación de la información complementaria.</p>		
<p><b>Plazos para la inscripción</b><sup>179</sup></p>	<p>En el caso del <u>trámite general</u> el plazo es de treinta (30) días o siete (7) días, según corresponda (art. 20 ó 21 de la LMV) para la inscripción de valores.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Para instrumentos de deuda de corto plazo que califiquen como valores típicos<sup>180</sup> y sean emitidos por Entidades</li> </ul>	<p>La inscripción, registro o aprobación se realizará automáticamente con la presentación completa de la documentación e información correspondiente.</p>	<p>Ya sea a través de un trámite general o un trámite anticipado, el plazo máximo con el que cuenta la SMV para disponer la inscripción será de quince (15) días.</p> <p>Las emisiones en el marco de programas de emisión se inscriben de manera</p>

<sup>179</sup> Artículo 20°.- Plazo Para la Inscripción

*El plazo del que dispone CONASEV para inscribir en el Registro un valor o un programa es de treinta (30) días contados desde la fecha de presentación de la solicitud. (...)*

Artículo 21°.- Plazo Especial

*Tratándose de emisores que hayan emitido por oferta pública valores de la misma clase durante los últimos doce (12) meses y siempre que en dicho período no hayan sido sancionados por CONASEV por falta grave o muy grave, el plazo a que se refiere el primer párrafo del artículo anterior no excederá de siete (7) días.*

<sup>180</sup> Se entenderán como valores típicos, entre otros, los siguientes:

1. La acción a que se refiere la Sección Tercera del Libro II de la Ley de Sociedades.
2. La acción de inversión a que se refiere la Ley N° 27028.

	<p>Calificadas<sup>181</sup> el plazo es de quince (15) días.</p> <p>Si el emisor ha emitido valores de la misma clase durante los últimos 12 meses (12) y siempre que en dicho período no hayan sido sancionados por falta grave o muy grave por la SMV, el plazo es de siete (7) días.</p> <p>▪ Ofertas E-prospectus: Para instrumentos de deuda de corto plazo que califiquen como valores típicos, de emisores con al menos un valor inscrito en el RPMV por un plazo no menor de doce (12) meses y que se encuentren al día en sus obligaciones de</p>	<p>La renovación de la inscripción, registro o aprobación se efectuará de manera automática ante la presentación de la documentación e información respectiva.</p>	<p>automática con la presentación de la documentación específica para cada emisión y pueden ser realizadas en los dos (2) años siguientes a la fecha de aprobación del trámite anticipado.</p>
--	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

3. La obligación a que se refiere la Sección Primera del Libro Cuarto de la Ley de Sociedades.

4. El bono a que se refiere el Capítulo III del Título IV de la Ley.

Los valores a que se refieren los incisos 3 y 4, solo podrán ser calificados como valores típicos cuando únicamente posean garantía genérica sobre el patrimonio del emisor. Adicionalmente, para considerarse valores típicos deberán encontrarse en alguna de las categorías siguientes:

a. Instrumentos cupón cero, que paguen al vencimiento un monto fijo, determinado al momento de la emisión.

b. Instrumentos que realicen pagos periódicos y fijos, cuyo monto y fecha de pago se determine al momento de la emisión.

c. Instrumentos que permitan un reajuste automático del principal de acuerdo con lo dispuesto por la Ley del Sistema Financiero y de Seguros.

d. Instrumentos que reditúen intereses variables, en cuyo caso la tasa de interés no podrá ser distinta a la suma de un indicador más, de ser el caso, un diferencial que deberá ser mantenido constante a lo largo de la vida del instrumento. El indicador mencionado podrá ser: (1) Libor, (2) Prime, (3) Un promedio de tasas ofrecidas por entidades del sistema financiero local. Los componentes de la tasa no podrán constituir factores endógenos al emisor del valor y (4) Otros que determine la Gerencia General de CONASEV.

<sup>181</sup> Entidad Calificada: Aquel emisor que cuente con uno o más valores inscritos en el Registro por un período de dos (2) o más años, que no haya sido objeto de imposición de sanciones que hayan quedado firmes, distintas a la amonestación, o a las previstas en el literal c) del Anexo XV del Reglamento de Sanciones, en los últimos doce (12) meses por infracciones cometidas con relación a sus obligaciones como emisor frente a CONASEV o al mercado de valores, y, cuando corresponda, no cuente con valores que hubieren obtenido, durante el último de los períodos mencionados, una categoría de riesgo que implique una falta de presentación de información suficiente a la empresa clasificadora. La Gerencia General de CONASEV adoptará las medidas pertinentes para poner a disposición del público, de manera actualizada, la relación de entidades consideradas calificadas.

remisión de información y siempre que se haga uso para dicha inscripción de los prospectos informativos y actos de emisión electrónicos elaborados por la SMV, la inscripción del valor y/o registro del prospecto es automática.

En el caso del trámite anticipado el plazo es de treinta (30) días (art. 20 de la LMV). Para la oferta de instrumentos de deuda de corto plazo que califiquen como valores típicos y sean emitidos por Entidades Calificadas el plazo es de quince (15) días.

- Ofertas E-prospectus: Para la oferta de instrumentos de deuda de corto plazo que califiquen como valores típicos, de emisores con al menos un valor inscrito en el RPMV por un plazo no menor de 12 (doce) meses y que se encuentren al día en sus obligaciones de remisión de información, y siempre que se haga uso para dicha inscripción de los prospectos informativos y actos o contratos de emisión electrónicos elaborados por la SMV, la inscripción del valor y/o registro del prospecto es automática. El plazo será de 7 días, con silencio administrativo positivo, en caso se oferten bonos corporativos.

Inscripción de los valores en el marco de un trámite anticipado:

- Valores típicos de Entidades

	<p>Calificadas.- A opción del emisor, la inscripción de valores y/o registro se entienden efectuados con la aprobación del trámite anticipado.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Otros valores.- La inscripción y/o registro requiere:           <ol style="list-style-type: none"> <li>a. La actualización de la documentación e información presentada para efectos de la solicitud del trámite anticipado.</li> <li>b. Documentación e información específica al valor y a la oferta correspondiente, así como la adicional vinculada a éstos que resulte pertinente, incluyendo un complemento del prospecto marco.</li> </ol> </li> </ul> <p>El plazo de inscripción y/o registro será de cinco (5) días con silencio administrativo negativo.</p>		
Prospecto Informativo <sup>182</sup>	<p>El Manual establece lineamientos para la elaboración de los Prospectos Informativos.</p> <p>En el caso de las ofertas E-prospectus, el Manual contiene los formatos electrónicos</p>	<p>El Manual establece lineamientos para la elaboración de los Prospectos Informativos para las ofertas dirigidas a inversionistas acreditados y ofertas dirigidas a</p>	<p>El Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Instrumentos de Corto Plazo emitidos por Empresas en el MAV contiene los formatos estructurados de los</p>

<sup>182</sup> Artículo 54°.- Requisitos para la inscripción del valor  
 Para la inscripción en el Registro de un valor que será objeto de oferta pública primaria, se debe presentar a CONASEV lo siguiente:  
 (...)
 

- c) El proyecto de prospecto informativo sobre la emisión; y,

 (...)
 Artículo 56°.- Prospecto Informativo  
 El prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas.  
 (...)

	para los prospectos informativos.	inversionistas institucionales, ya sea que estas últimas se realicen o no como parte de ofertas internacionales efectuadas en el marco Rule 144A de la <i>US Securities Act of 1933</i> , con tramo de colocación local.	prospectos informativos para subasta Cupón Cero y subasta Tasa Fija en el marco de un trámite general o trámite anticipado.
Estados Financieros <sup>183</sup>	Se debe presentar información financiera auditada correspondiente a los dos (02) últimos ejercicios, última información trimestral no auditada e indicadores financieros, última información financiera consolidada auditada anual, última información financiera trimestral consolidada no auditada.		Se debe presentar la última información financiera auditada individual y última información semestral no auditada individual.
Representante de los Obligacionistas <sup>184</sup>	<p>En la emisión de valores representativos de derechos de crédito se requiere la contratación de un representante de los obligacionistas.</p> <p>En el caso de instrumentos de corto plazo, se exceptúa de la necesidad de contar con un representante de obligacionistas en el momento de efectuar la emisión de las obligaciones, siempre que el emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas</p>	<p>En la emisión de valores representativos de derechos de crédito se requiere la contratación de un representante de los obligacionistas.</p> <p>En el caso de instrumentos de corto plazo, se exceptúa de la necesidad de contar con un representante de obligacionistas en el momento de efectuar la emisión de las obligaciones, siempre que el</p>	<p>En la emisión de valores representativos de derechos de crédito se requiere la contratación de un representante de los obligacionistas.</p> <p>En el caso de instrumentos de corto plazo, que califiquen como valores típicos, se exceptúa de la necesidad de contar con un representante de obligacionistas en el momento de efectuar la emisión de las obligaciones, siempre que el emisor asuma el compromiso de convocar a la</p>

<sup>183</sup> Artículo 54°.- *Requisitos para la inscripción del valor*

*Para la inscripción en el Registro de un valor que será objeto de oferta pública primaria, se debe presentar a CONASEV lo siguiente:*

(...)

d) *Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita.*

(...)

<sup>184</sup> Artículo 87°.- *Representante de los Obligacionistas*

*Toda emisión de bonos, incluidos los de arrendamiento financiero, requiere de la designación del representante de los obligacionistas, excepto cuando las emisiones se encuentren dirigidas a inversionistas institucionales bajo las condiciones que CONASEV establezca. (...)*

	<p>cuando lo soliciten obligacionistas que representen no menos del 20% de las obligaciones en circulación.</p>	<p>emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas cuando lo soliciten obligacionistas que representen no menos del 20% de las obligaciones en circulación.</p> <p>La oferta pública de bonos en tanto se dirija exclusivamente a Inversionistas Institucionales no requerirá de un representante de los obligacionistas.</p> <p>En tales casos, el emisor se encuentra obligado a convocar a asamblea de obligacionistas cuando lo soliciten obligacionistas que representen cuando menos el 20% de las obligaciones en circulación.</p>	<p>asamblea de obligacionistas cuando lo soliciten obligacionistas que representen no menos del 20% de las obligaciones en circulación.</p>
Entidad Estructuradora <sup>185</sup>	<p>En el trámite a seguir para efectos de la oferta pública se deberá designar a una Entidad Estructuradora encargada de la dirección de la oferta pública, aun cuando no intervenga en la colocación o venta de los valores en el público. Se exceptúa de la necesidad de designar una Entidad Estructuradora cuando una Entidad Calificada asuma la dirección de la oferta de sus valores o un emisor de instrumentos de corto plazo asuma similar rol en la oferta de los mismos.</p>		

<sup>185</sup> Artículo 56°.- *Prospecto Informativo.*

*El prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas.*

*El prospecto informativo debe contener como mínimo lo siguiente:*

*(...)*

*d. Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor;*

*(...)*

*Artículo 60° Responsabilidad por el contenido del Prospecto.*

*Son solidariamente responsables con el emisor u ofertante, frente a los inversionistas, las personas a que se refiere el inciso d) del Artículo 56 por las inexactitudes u omisiones del prospecto respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional.*

## ANEXO 2: INVERSIONISTAS ACREDITADOS E INSTITUCIONALES<sup>186</sup>



INVERSIONISTAS ACREDITADOS
a) Inversionistas Institucionales
b) Las personas naturales o jurídicas que acrediten cumplir, simultáneamente, por lo menos un requisito patrimonial y otro de calificación.



(\*) De conformidad con el artículo 11° del Reglamento de OPP Dirigida Exclusivamente a Inversionistas Acreditados, para los Inversionistas Institucionales señalados no es obligatoria la exigencia del registro en una base de datos.

### INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

(Literal j), artículo 8° de la Ley del Mercado de Valores y Séptima Disposición Final del Reglamento de OPP)

Algunos de ellos son los siguientes: (\*)

- Bancos (\*)
- Financieras (\*)
- Compañías de Seguros (\*)
- Agentes de Intermediación (\*)
- Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (\*)
- Sociedades Adm. de Fondos de Inversión (\*)
- Sociedades Adm. de Fondos Mutuos (\*)
- Entidades del Exterior que desarrollen actividades similares (\*)
- Entidades Prestadoras de Salud (\*)
- Oficina de Normalización Previsional – ONP (\*)
- Seguro Social de Salud – Essalud (\*)
- Sociedades Titulizadoras (\*)
- Qualified Institutional Buyer (Regla 144 - A) (\*)
- Empresas Especializadas, Bancos de Inversión y Empresas de Seguros (\*)
- Las personas que la SMV califique como tales
- Las personas jurídicas de derecho privado o de derecho público que tengan como una de sus actividades habituales, de acuerdo con las disposiciones legales o convencionales que las rigen, la inversión en valores mobiliarios. En el caso de personas jurídicas de derecho privado no estatales, será exigible que cuenten con un patrimonio neto igual o superior a setecientos cincuenta mil Nuevos Soles (S/. 750 000,00);
- Las personas naturales cuyo patrimonio neto, individual o conyugal, sea igual o superior a dos millones de Nuevos Soles (S/. 2 000 000,00) y sus ingresos netos individuales o conyugales hayan sido iguales o superiores a setecientos cincuenta mil Nuevos Soles (S/. 750 000,00) durante los tres últimos años anteriores a la inversión;
- Los miembros del órgano directivo y principal funcionario administrativo y de finanzas de las personas jurídicas señaladas en los numerales anteriores;
- Toda persona jurídica en la que todos sus accionistas, socios, asociados, o miembros que corresponda, sean de los señalados en alguno de los literales precedentes; y,
- Los fondos y patrimonios autónomos administrados por las personas señaladas en los literales anteriores, cuando la decisión de inversión sea responsabilidad de las mismas, siempre que el patrimonio neto de tales fondos o patrimonios sea igual o superior a cuatrocientos mil Nuevos Soles (S/. 400 000,00).

<b>Requisitos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La persona jurídica que cuente con un patrimonio neto igual o superior a trescientos setenta y cinco mil y 00/100 Nuevos Soles (S/. 375 000,00).</li> </ul>
-------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<sup>186</sup> Elaboración propia a partir de la revisión de la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de OPP.

<b>Patrimoniales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La persona natural cuya renta neta, individual o conyugal, haya sido igual o superior a trescientos setenta y cinco mil y 00/100 Nuevos Soles (S/. 375 000,00), durante los últimos doce (12) meses, en términos agregados.</li> <li>▪ La persona que haya efectuado operaciones en el mercado de valores nacional por un monto igual o superior a setecientos cincuenta mil y 00/100 Nuevos Soles (S/. 750 000,00), durante los últimos doce (12) meses.</li> </ul>
<b>Requisitos de Calificación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La persona jurídica que, de acuerdo con su objeto social, tenga como una de sus actividades señaladas de modo expreso la inversión en valores mobiliarios.</li> <li>▪ La persona natural que cuente con experiencia profesional o académica, mínima de tres (3) años, en asuntos financieros o de negocios relacionados con el mercado de valores.</li> <li>▪ Los fondos o patrimonios autónomos que tengan como objeto, de acuerdo con las disposiciones legales o convencionales que los rigen, la inversión en valores mobiliarios y que sean administrados por alguna de las personas jurídicas mencionadas en los incisos anteriores.</li> </ul>



Anexo 3<sup>187</sup>

## Valores y Programas ROPPIA inscritos en el RPMV 2007-2012

	Emisor	Valor	Programa	Fecha de Inscripción	Monto Inscrito	
					US\$	S/.
1	Banco Continental	Bonos Subordinados	1er.	22-mar-07	50,000,000	
2	Edegel S.A.A.	Bonos Corporativos	3er.	15-may-07	100,000,000	
3	Edelnor S.A.A.	Bonos Corporativos	3er.	22-ago-07	150,000,000	
4	Banco de Crédito del Perú	Bonos Corporativos	2do.	13-dic-07	200,000,000	
5	Scotiabank Perú	Bonos Corporativos	1er	23-ene-08	200,000,000	
6	Banco de Crédito del Perú	Bonos Corporativos	3er.	29-ago-08		1,000,000,000
7	Telefónica del Perú	Bonos Corporativos	5to.	22-oct-08	450,000,000	
8	CorpBanca	Bonos Corporativos	1er	4-sep-09	200,000,000	
9	Kallpa Generación	Bonos Corporativos	1ra.	5-nov-09	250,000,000	
10	Telefónica Móviles S.A.	Bonos Corporativos	2do.	4-feb-10	350,000,000	
11	Inmuebles Comerciales del Perú S.A.C.	Bonos Corporativos	1er.	24-jun-10	100,000,000	
12	Volcan Compañía Minera S.A.A.	Senior Notes	--	17-ene-12	600,000,000	
13	Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	Senior Notes	--	27-ene-12	500,000,000	
14	Coazucar del Perú S.A.	Senior Notes	--	18-jul-12	350,000,000	
15	BBVA Continental	Senior Notes	--	22-ago-12	500,000,000	
16	H2OImos S.A.	Bonos Corporativos	1er.	12-sep-12	128,000,000	
17	Maestro Perú S.A.	Senior Notes	--	14-sep-12	200,000,000	
18	Scotiabank Perú	Senior Notes	--	3-dic-12	400,000,000	
					<b>4,728,000,000</b>	<b>1,000,000,000</b>

<sup>187</sup> Cuadro elaborado a partir de la información contenida en los Anuarios Estadísticos y los Reportes mensuales del Mercado de Valores disponibles en <http://www.smv.gob.pe>.