

Contradicciones y Paradigmas: Repensando la Regulación de las Ofertas Públicas y Privadas a partir del Desarrollo del Concepto de Valor Mobiliario en el Mercado de Valores

Narghis Torres*

«La idea central del presente artículo replantear el actual modelo regulatorio del mercado de valores peruano, obedeciendo a un nuevo contexto económico y su influencia sobre las características del mercado de valores. Este artículo nos permite entender porqué los cambios en los paradigmas regulatorios sumando a las contradicciones en la aplicación de los principios que regulan el mercado de valores, crean esta necesidad de cambio».

*«Jamás entenderemos nada hasta que hayamos encontrado algunas contradicciones»
Niels Bohr*

I. Introducción

Tradicionalmente, el modelo regulatorio del Mercado de Valores ha estado basado en los conceptos de valor mobiliario y oferta pública y en el presupuesto que todo aquello que no configurase una oferta pública de valores mobiliarios no estaba o no debería estar comprendido dentro de los alcances de las normas que regulan el mercado de valores.

El modelo anteriormente mencionado se basaba a su vez en tres paradigmas regulatorios: (i) que el mercado de valores era sólo debía ser un mercado de ofertas públicas (ii) que los inversionistas en dicho mercado eran personas naturales, es decir inversionistas individuales o *retail*, y (iii) que el elemento central de la regulación del mercado de valores debía ser la regulación de la oferta pública.

En el presente artículo sostengo que el modelo regulatorio tradicional del mercado de valores debe ser replanteado y perfeccionado, ya que los paradigmas regulatorios sobre los que fue elaborado ya no son válidos y han sido reemplazados por otros,

por lo que la regulación debe adecuarse a las actuales características y perspectivas del mercado de valores.

Asimismo, sostengo que el modelo regulatorio tradicional del mercado de valores también debe ser replanteado, porque de esta manera se evitaría la existencia de contradicciones en la aplicación de los principios que regulan la conducta de los que participan en el mercado de valores; así como en la competencia del regulador, dejando claro que el mercado de valores está compuesto tanto por las ofertas públicas y privadas y que por tanto el regulador es competente para supervisar y sancionar los fraudes y violaciones a los principios de transparencia, integridad y protección a los inversionistas que puedan ocurrir en ambos tipos de ofertas.

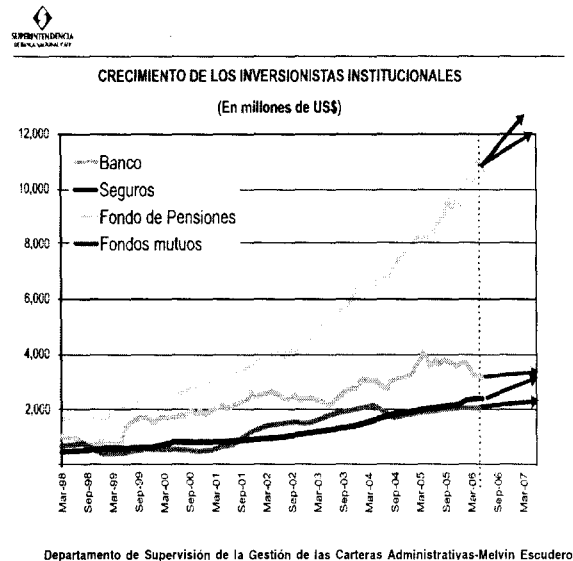
Finalmente, señalo dos ejemplos en los que se puede apreciar como se ha reinterpretado y replanteado los alcances del concepto de valor mobiliario y de la oferta pública y oferta privada, y sostengo que la mejor manera de entenderlos e interpretarlos es mediante un enfoque que los

* Abogado, Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Master en Derecho, Universidad de Chicago. Profesor de la Universidad ESAN.

interrelacione y complemente y no que los analice ni aplique de manera segmentada o aislada.

II. Nuevo contexto, Nuevos paradigmas

Uno de los nuevos paradigmas del mercado de valores es que el centro o actor determinante del mismo y de su regulación ya no es el inversionista individual o *retail* sino el inversionista institucional. Esto ocurre tanto a nivel internacional como en el caso peruano y se puede apreciar en el siguiente cuadro:



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs. Presentación sobre la situación del mercado de capitales. Septiembre 2007.

El posicionamiento de los Inversionistas Institucionales se puede apreciar en:

- Exclusión de inversionistas *retail* de nuevos vehículos de inversión (p.e. fondos de inversión, hedge funds, etc)
- Exclusión de inversionistas *retail* de nuevos tipos de inversión (p.e. el capital de riesgo)
- Exclusión de inversionistas *retail* de ciertos nuevos mercados, como los mercados electrónicos privados conformados por plataformas de negociación de valores emitidos por oferta privada¹
- Aumento de la negociación de valores fuera de bolsa (*over the counter* u OTC)².

Lo anteriormente señalado determina que:

- El inversionista *retail* no tiene el conocimiento, la experiencia o el tiempo para realizar inversiones y lograr un portafolio diversificado.
- Las decisiones de inversión o las que tienen que ver con la administración de las inversiones y de las empresas en las que se invierte su dinero no las hace el inversionista *retail* sino los gestores o administradores de fondos.
- Un actor determinante del mercado de valores es ahora el gestor de fondos o *asset manager*.
- El control de la mayoría de inversiones y activos del mercado de valores es realizado por inversionistas institucionales, lo que a su vez ocasiona el incremento del riesgo sistémico.

Considerando lo anterior y el hecho que en muchos casos el inversionista *retail* es el propietario indirecto o beneficiario final de las inversiones que realizan los inversionistas institucionales que actúan con su dinero (p.e. los fondos de pensiones o los fondos mutuos) el reto actual de la regulación del mercado de valores es que el inversionista *retail* pueda: (a) tomar decisiones informadas respecto de los fondos en los cuales invertir y (b) elegir y monitorear al gestor del fondo más adecuado para su perfil e intereses.

Otro de los nuevos paradigmas del mercado de valores y de su regulación es el rol preponderante que ahora tienen las ofertas privadas de valores tanto a nivel local como internacional. Ello debido fundamentalmente a que la composición de los mercados de valores han pasado de ser mercados de inversionistas individuales o *retail* a mercados de inversionistas institucionales o acreditados. Y para colocar valores a estos inversionistas no se requiere realizar ofertas públicas sino privadas.

“(...) la composición de los mercados de valores ha pasado de ser mercados de inversionistas individuales o *retail* a mercados de inversionistas institucionales o acreditados (...)”

En efecto, es conocido que a nivel internacional cerca del 90% de las ofertas en el mercado de valores se realizan por oferta privada³. En el caso peruano, la

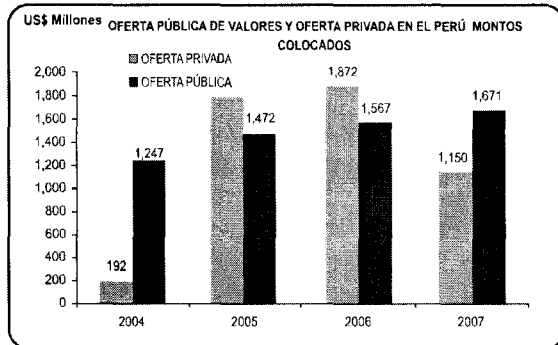
1 Véase: «Banks plan new system to trade unregistered securities» en: www.Bloomberg.com. Visitado el 13 de septiembre de 2007. También: «3 banks join system for trading unregistered securities» en: www.nyt.com. Visitado el 13 de septiembre de 2007.

2 Véase: «Big headache or Big Bang: EU securities regulation» en: The Economist. 27 de octubre de 2007, p. 83.

3 Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs. Presentación sobre La Oferta Privada de Valores Mobiliarios: Una alternativa de inversión. Agosto de 2006.

mayoría de las ofertas de valores recientes se han realizado por oferta privada. En efecto, el monto colocado por oferta privada en el mercado local ha superado el monto colocado por oferta pública durante los años 2005 y 2006 y casi ha igualado el monto de colocado por oferta pública en el año 2007, tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

COMPARACIÓN ENTRE MONTOS EMITIDOS POR OFERTA PÚBLICA Y PRIVADA (Miles de dólares) Al 31 de Diciembre de 2007



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros (SBS).

III. Replanteando el Concepto de Valor Mobiliario ¿Puede existir y emitirse un Bono de manera Individual?

Luego de haber determinado los nuevos paradigmas regulatorios del mercado de valores, es ilustrativo hacer mención a un tema que nos permite apreciar como en el caso de inversionistas institucionales- como es el caso de entidades financieras- se ha replanteado las características y los alcances del concepto de valor mobiliario para facilitar sus operaciones de financiamiento a través de ofertas privadas. Y esto se puede apreciar al analizar si se puede realizar la emisión de un bono de manera individual.

Considero que la regulación vigente permite responder de manera afirmativa la pregunta planteada. Ello a pesar que una primera apreciación del hecho que los bonos hayan sido considerados como valores mobiliarios en la Ley de Títulos Valores y que el artículo 255 de la referida Ley de Títulos Valores establezca expresamente que estos son emitidos en forma masiva, llevaría inicialmente a pensar que la regulación peruana sólo permite la emisión de bonos que califiquen como valores mobiliarios y que por ello no podrían ser emitidos en forma individual⁴. Sin embargo, esta apreciación que respondería al modelo tradicional de regulación del mercado de valores no es de aplicación para el caso de las entidades financieras.

A este respecto, lo primero a tener presente es que las entidades financieras se encuentran facultadas a emitir bonos. En efecto, el Numeral 14) del artículo 221 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros («Ley General») autoriza que una entidad financiera pueda «**Emitir y colocar bonos, en moneda nacional o extranjera, incluidos los ordinarios, (...), y demás instrumentos representativos de obligaciones, siempre que sean de su propia emisión.**» (resaltado agregado).

El siguiente tema a considerar es si una entidad financiera puede emitir un único bono. Al respecto, el artículo 232 de la Ley General expresamente señala lo siguiente:

«La emisión en serie de instrumentos financieros de captación de ahorro del público deberá ser acordada por el órgano de dirección de la respectiva empresa, con excepción de los bonos convertibles y subordinados, cuya emisión deberá ser acordada por la Junta General de Accionistas, pudiendo delegar esta facultad en el directorio.

Para la emisión de tales instrumentos se requerirá opinión favorable de la Superintendencia.

Asimismo, en los casos en que éstos instrumentos tengan la condición de valores mobiliarios y se emitan por oferta pública, CONASEV procederá a escribirlos en el Registro Público del Mercado de Valores, previa presentación de la resolución expedida por la Superintendencia, y de la documentación precisada en el artículo 18 de la Ley del Mercado de Valores.

Los instrumentos financieros emitidos en serie o en forma individual pueden ser colocados bajo su valor par.

Para la emisión de instrumentos financieros, incluyendo bonos, no es exigible la constitución de garantías específicas.» (resaltado agregado)

Como se puede apreciar, el tercer párrafo de este artículo contempla la posibilidad que las entidades del sistema financiero puedan emitir instrumentos financieros en forma individual. Por otro lado, en dichos casos no se requiere de opinión favorable de su regulador, ya que dicho supuesto de autorización previa sólo es requerido para las emisiones en serie de instrumentos financieros.

Al respecto, lo primero a precisar es que el término «instrumento financiero» mencionado en el referido artículo 232 de la Ley General es un concepto amplio que comprende a los bonos. En efecto, este concepto comprende a los valores u obligaciones financieras en general, sean estos títulos valores, valores mobiliarios u otros productos financieros⁵. Y esta

4 Ley de Títulos Valores, artículo 255. «Son Valores Mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan. Las emisiones podrán estar agrupadas en clases y series.(...)»

5 Véase: José Enrique Cachón Blanco. «Análisis Jurídico de los conceptos de «Valor Negociable» e «Instrumento Financiero». en: Revista de Derecho Mercantil. Madrid, Julio-Setiembre de 1996, p.829.

conceptualización amplia es acertada, ya que las entidades financieras deben tener la capacidad de poder aplicar la teoría y práctica financiera en la estructuración de aquellos productos financieros que están autorizados a ofrecer.

A mayor abundamiento, si bien es cierto la Ley General no contiene una definición de «Instrumento Financiero», la doctrina autorizada lo considera como «(...) *todo valor negociable o realidad contractual susceptible de negociación organizada en un mercado de valores, es decir un derecho o conjunto de derechos, incorporado a una forma representativa (títulos o anotaciones) o no (posiciones contractuales), susceptible de negociación en un mercado de valores*»⁷.

Adicionalmente, también es relevante mencionar que la Norma Internacional de Contabilidad No. 32 (en adelante, «NIC 32») define al «Instrumento Financiero» como un contrato que da lugar, simultáneamente, a un activo financiero en una empresa y a un pasivo financiero o instrumento de capital en otra empresa. Como se puede apreciar, la NIC 32 también contiene una definición amplia del concepto de instrumento financiero, que claramente engloba a los instrumentos representativos de obligaciones, entre ellos un bono.

Habiendo determinado que en el Perú una entidad financiera puede emitir un bono único, corresponde ahora analizar si el hecho que sea único le impide ser considerado como un valor mobiliario.

Al respecto, soy de la opinión que el elemento distintivo o constitutivo de un bono no es el hecho que deba ser un valor mobiliario. En efecto, la teoría financiera más reconocida considera que los elementos constitutivos de un bono es el de representar: (i) una obligación de pago, (ii) a un plazo determinado, (iii) con una renta fija. En tal sentido, el que un bono deba ser un valor mobiliario no es considerado como un elemento constitutivo esencial de un bono⁶.

En el caso peruano, el propio Banco Central de Reserva del Perú, en su «Glosario de Términos Económicos» define al Bono como una «*Obligación de renta fija, que representa una deuda contraída por una persona, empresa o entidad gubernamental, la que emite dicho valor con un periodo de maduración de corto o mediano plazo*»⁷ Como se puede apreciar, en ningún momento se considera como un elemento distintivo de un bono el hecho que deba ser un valor mobiliario.

Adicionalmente, en cuanto a doctrina legal es relevante mencionar que autores locales han opinado que para que un instrumento financiero sea considerado como valor mobiliario no es necesario que reúna las características establecidas en el artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 255 de la Ley de Títulos Valores, bastando que pertenezca a uno de los títulos valores señalados en la mencionada Ley de Títulos Valores, tal como se señala a continuación:

«*Cabe destacar, sin embargo, que la calificación de un valor mobiliario se configura por su pertenencia a alguna de las tipologías de títulos valores agrupadas bajo esa categoría, antes que por la concurrencia de las características antes señaladas*» Ello lo sostiene debido a que «*Las características de libre negociabilidad y emisión masiva no concurren necesariamente en todos los casos de emisiones de valores mobiliarios*»⁸

En razón de lo expuesto, la característica de masivo establecida en el artículo 255 de la Ley de Títulos Valores no es incluso considerada como el elemento determinante del concepto de valor mobiliario.

Por otro lado, la anterior opinión también puede ser sostenida desde el punto de vista regulatorio. En efecto, de acuerdo a las normas que regulan las ofertas públicas, el elemento de masividad no es el elemento constitutivo ni determinante del concepto de valor mobiliario, sino que en dicho contexto la masividad es un criterio que permite establecer cuando nos encontramos ante una oferta pública y, por tanto, que son de aplicación las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores así como el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios que vamos a comentar.

En efecto, lo dispuesto en el inciso b) del artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado mediante Resolución CONASEV No. 141-98-EF-94.10, que es la norma aplicable para establecer el alcance y la forma como se debe interpretar el concepto de masividad en las ofertas públicas dispone lo siguiente:

«**Se considera emisión masiva a aquella que se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un periodo determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneo o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o un segmento de éste.**

6 Véase al respecto: Frank J. Fabozzi & Irving M. Pollack.(eds.) *The Handbook of Fixed Income Securities*. Second Edition. Dow Jones-Irwin, 1987, pp. 5, 14-15. Véase: Richard A. Brealey & Stewart C. Myers. *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Companies, Inc. Fifth Edition, 1996, pp. 681-686. Véase: en: Barrons. *Dictionary of Finance and Investment Terms*. Fourth Edition, 1995, «Bond» p. 54-55.

7 Banco Central de Reserva del Perú. «Glosario de Términos Económicos». Gerencia de Investigación Económica. 1985, «Bono», p. 14.

8 Véase: Alfonso Montoya Stahl. «Los Valores Mobiliarios en la legislación peruana» en: *Tratado de Derecho Mercantil*. Editorial Gaceta Jurídica. Lima, 2004, p. 103.

La emisión de un número igual o inferior a diez (10) valores en forma simultánea o sucesiva en un período de un (1) año no constituye emisión masiva.

La emisión de un número de valores superior al señalado en el párrafo anterior acarrea la presunción, salvo prueba en contrario respecto de lo señalado en el primer párrafo del presente inciso, de haber sido objeto de emisión masiva. Dicha presunción no alcanza a la emisión individual de valores que otorguen un derecho de crédito por empresas del Sistema Financiero facultadas a captar ahorros del público (...)» (resaltado agregado)

De la lectura del texto anteriormente citado se puede apreciar que el elemento distintivo y esencial de la masividad no tiene que ver necesariamente con un criterio numérico, es decir si se emiten menos o más de diez (10) valores mobiliarios, sino que (i) tenga un origen financiero, es decir permitan proveer un financiamiento y (ii) que puedan ser distribuidos entre el público o un segmento de éste. Y estos elementos esenciales pueden ser cumplidos por un único bono.

En tal sentido, lo señalado en el segundo y tercer párrafo del referido artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública debe entenderse no como un elemento para definir la existencia o no de un valor mobiliario, sino para determinar si existe o no una Oferta Pública y, en consecuencia, si existe la obligación de registro de dicha emisión en el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV.

Esta posición también es compartida por autores locales, quienes han señalado refiriéndose a lo señalado en el artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública y, en general, a la característica de masividad, lo siguiente:

*«Podemos notar entonces que el criterio de masividad, tal como está definido en el reglamento citado, no se vincula necesariamente con la emisión de un número elevado de valores mobiliarios (como se señala, once (11) valores emitidos simultáneamente configuran este requisito), sino con la causa «financiera» de la emisión y su posible distribución entre el público o un segmento de este. **Nos encontramos entonces ante una característica que, más que definir la naturaleza de un valor mobiliario, está orientada a servir de marco de referencial al ámbito de aplicación de las normas del mercado de valores. En otras palabras, la masividad es un criterio para indicar o discriminar cuando nos encontramos ante una oferta pública y cuando nos encontramos ante una oferta privada de valores mobiliarios**»⁹ (resaltado agregado).*

En razón de lo expuesto, el mismo autor señala acertadamente lo siguiente:

«Por lo demás, caben emisiones de valores mobiliarios que no sean masivas, como la emisión de unas pocas acciones que podría realizar una sociedad anónima cerrada o la emisión individualizada de pagarés bancarios a la que se refiere el primer párrafo del artículo 273 de la Ley de Títulos Valores. (...)»¹⁰

Otro argumento a favor de reconocer que pueden emitirse valores mobiliarios en forma individual, se debe a que nuestra legislación reconoce que pueden existir valores mobiliarios no homogéneos.

En efecto, la primera disposición legal que permite sostener lo anterior es lo señalado en el segundo párrafo del artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública cuando señala que «Se considera emisión masiva a aquella que se efectúa en forma simultánea o sucesiva en un período determinado....de un número de valores, homogéneos o no...» y «*La emisión de un número igual o inferior a diez (10) valores en forma simultánea, o sucesiva en un período de un (1) año, no constituye emisión masiva*». En este sentido, si se pueden emitir valores de manera sucesiva y que dichos valores pueden no ser homogéneos, permitiría afirmar que si se emitiesen en un año once o mas valores en forma individual, si estaríamos ante un supuesto de emisión masiva. Esto significaría que los valores mobiliarios pueden emitirse y existir como tales desde el momento de su emisión y que el elemento numérico no es un elemento constitutivo o esencial para determinar la existencia de un valor mobiliario.

Esta posibilidad ha sido expresamente ratificada por la propia Ley de Títulos Valores cuando en su artículo 255 ha señalado que «*Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva, con características homogéneas o no...*»

Lo anterior también ha sido reconocido incluso por aquellos que conceptualmente no estén de acuerdo con las consecuencias de esta situación al señalar expresamente:

«Con estas disposiciones reglamentarias...se reconoce la posibilidad que los valores mobiliarios nazcan individualizados y no necesariamente en plural»¹¹ (resaltado agregado).

En razón de todo lo expuesto, se puede sostener que nuestra regulación no establece necesariamente el criterio de masividad como elementos constitutivos esenciales de un valor mobiliario.

9 Véase: Montoya, Op.cit, p. 105.

10 Ibidem.

11 Véase: Gerardo Serra Puente-Arno. «Los Valores Mobiliarios» en: Derecho & Sociedad. No. 14., Lima, 2000, p. 174.

Sin embargo, en el supuesto negado que se considere que la Ley de Títulos Valores establece que el concepto de bono requiere que este sea un valor mobiliario debido a la mención de bonos dentro de la sección de «Valores Mobiliarios» de la Ley de Títulos Valores y que la referida Ley de Títulos Valores considera en su artículo 255 a la masividad como característica de los valores mobiliarios, ello no sería de aplicación para las entidades financieras puesto que la propia Ley de Títulos Valores reconoce un régimen de excepción para ellas.

En efecto, los artículos 256 y 264.6 de la Ley de Títulos Valores señalan que los instrumentos financieros a ser emitidos por las empresas financieras locales están sujetas a sus propias normas, que en el presente caso es el artículo 232 de la Ley General que reconoce que se puedan emitir instrumentos financieros en forma individual, con lo cual la emisión por una entidad financiera de un único bono es legalmente viable.

En efecto, la primera disposición que permite lo anterior es el artículo 256 de la Ley de Títulos Valores que expresamente señala que **«En la creación, emisión, colocación, como en sus condiciones, preferencias, contenido, transferencia, y demás formalidades y requisitos de los valores mobiliarios se observará la ley de la materia y supletoriamente la presente ley»** (resaltado agregado). La otra disposición relevante para el presente caso es el artículo 264.6 de la Ley de Títulos Valores contenido en el Título Tercero Capítulo Primero referido a Bonos que establece **«Las Obligaciones u otros valores emitidos por las empresas sujetas a control de la Superintendencia, conforme a la ley que regula sus actividades o normas que expida dicha Superintendencia, tendrán la denominación y características que señalan dichas disposiciones, aplicándose a ellas supletoriamente las disposiciones de la presente Ley»**. (resaltado agregado).

Finalmente, es del caso señalar que la referida emisión de un único bono por una entidad financiera local no requiere de aprobación previa por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. En efecto, el primer párrafo del artículo 232 de la Ley General señala lo siguiente:

«La emisión en serie de instrumentos financieros de captación del ahorro del público deberá ser acordada por el órgano de dirección de la respectiva empresa, con excepción de los bonos convertibles y subordinados, cuya emisión deberá ser acordada por la Junta General de Accionistas, pudiendo delegar esta facultad en el directorio» (resaltado agregado).

Por otro lado, el segundo párrafo del mismo artículo, precisa que:

«Para la emisión de tales instrumentos se requerirá opinión favorable de la Superintendencia. (...)»

Considerando lo anteriormente expuesto, y el hecho que el ejemplo comentado contempla la emisión de un solo instrumento financiero, esta no está comprendida dentro del requisito de autorización previa requerida por el segundo párrafo del artículo 232 de la Ley General, ya que el texto de la norma se refiere a los «instrumentos financieros» mencionados en el primer párrafo del artículo 232 de la Ley General, es decir está pensada para una pluralidad, más de un instrumento. Por otro lado, al no existir más de un instrumento financiero, no habrá derechos diferenciados y por lo tanto no existirán «series» y será una emisión individual.

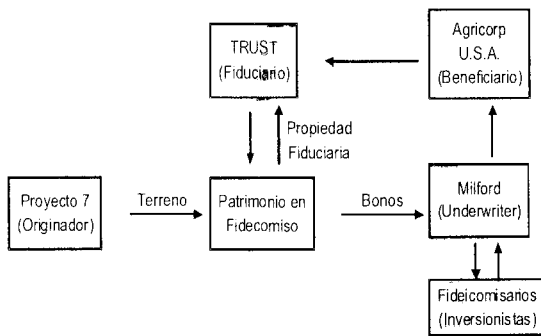
IV. Replanteando los Alcances de las Ofertas Públicas y Privadas: ¿Cuándo una oferta pública ha sido adecuadamente difundida?

Este tema fue tratado en la Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores («CONASEV») en el denominado Caso Trust, en el que se analizó la existencia de fraude en dos operaciones de titulización. Este caso configura otro ejemplo de cómo la forma como actualmente funcionan y se hacen negocios en el mercado de valores determina los alcances e interpretación del elemento de «adecuadamente difundida» de la definición de Oferta Pública y, en consecuencia, si estamos ante ella o ante una Oferta Privada.

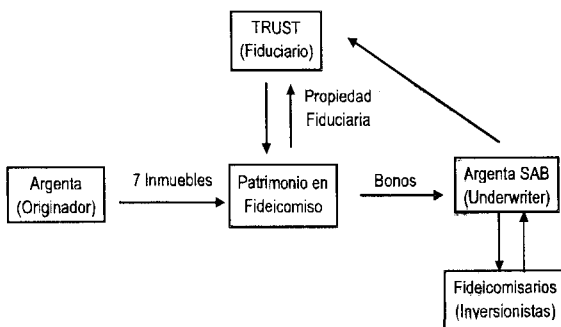
En marzo de 1999, CONASEV otorgó a Trust su autorización de funcionamiento como Sociedad Titulizadora. A dicha fecha, Argenta Sociedad Agente de Bolsa tenía el 100% del capital social de Trust. Posteriormente, Trust contrató con Proyecto 7 S.A. para estructurar un fideicomiso de titulización por el cual se constituyó el «Patrimonio Fideicometido Agricorp» y emitió Bonos con cargo al mismo. La fecha de emisión fue el 29 de octubre de 1999. Al año siguiente Trust también contrató con Argenta SAB para estructurar un fideicomiso de titulización por el cual se constituyó el «Patrimonio Fideicometido Argenta» y emitió Bonos con cargo al mismo. La fecha de emisión fue el 30 de setiembre de 2000.

El esquema de las referidas titulizaciones se puede apreciar en los siguientes cuadros:

Oferta Pública realizada por Trust en la Titulización Agricorp



Oferta Pública realizada por Trust en la Titulización Argenta



Como consecuencia de una denuncia presentada por un grupo de los inversionistas afectados, mediante oficio N° 3573-2003-EF/94.45 la Gerencia de Mercados y Emisores de CONASEV imputó a Trust la comisión de diversas infracciones a las normas que regulan los procesos de titulización y el mercado de valores y como consecuencia de ello en agosto del año 2003, el Directorio de CONASEV concedió medida cautelar administrativa de Intervención en forma de supervisión de gestión contra Trust, con relación a los dos Patrimonios Fideicometidos Agricorp y Argenta. Posteriormente, en octubre de 2003, la Gerencia de Mercados y Emisores emitió un informe recomendando la remoción de Trust así como que se le imponga sanción de hasta 300 UIT, una de las más altas en la historia del mercado de valores peruano, dada la gravedad del fraude realizado.

En diciembre de 2003, el Tribunal Administrativo de CONASEV declaró que las ofertas de Bonos efectuadas por Trust con respaldo de los Patrimonios Fideicometidos calificaban como ofertas públicas, que Trust había cometido infracciones muy graves y sancionó a Trust con 250 UITs y dispuso su remoción como fiduciario de los referidos Patrimonios Agricorp y Argenta. Ante la apelación presentada por Trust, la Gerencia de Asesoría Jurídica de CONASEV emitió un informe recomendando se declare infundado el recurso de apelación interpuesto por Trust y que se confirme todos los extremos de la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV.

Sin embargo, de manera sorprendente y en contrario a la posición asumida por todos los órganos técnicos de CONASEV (la Gerencia de Mercados y Emisores, el Tribunal Administrativo y la Gerencia de Asesoría Jurídica), el Directorio de dicha entidad emitió la Resolución N° 10-2005-EF/94.10, declarando fundado en parte el recurso de apelación presentado por Trust, al establecer que las ofertas de Bonos efectuadas por Trust no calificaban como ofertas públicas porque: (i) no habían sido adecuadamente difundidas porque no se habían utilizado medios masivos de difusión, (ii) se habían dirigido a un grupo de inversionistas menor a 100 personas y (iii) no se habría evidenciado la existencia de interés público que determine la intervención del Estado

Al respecto, opino que la posición de CONASEV es cuestionable e infundada, razón por la que a la fecha está siendo objeto de apelación en el Poder Judicial. En efecto, la posición del Directorio de CONASEV es errada porque exige más allá de lo que la propia norma señala. De acuerdo al Reglamento de Oferta Pública Primaria aplicable al caso, bastaba que la oferta se ponga en conocimiento de los inversionistas para que el medio sea idóneo, sin importar si el medio empleado es masivo o no, si ha sido empleado en forma individual o grupal, sucesiva o simultáneamente.

En efecto, el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores establece como un elemento constitutivo de una Oferta Pública que esta sea «adecuadamente difundida»:

*«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» (resaltado agregado).*

“(...) el límite cuantitativo es sólo un elemento de una presunción prevista en el Reglamento de oferta pública primaria y no determina si la oferta es pública o privada(…)”

La mejor prueba de que la oferta fue adecuadamente difundida, sin importar el medio de que se trate, es que los inversionistas luego de conocerla, adquirieron efectivamente los Bonos emitidos por Trust con cargo a los referidos Patrimonios Fideicometidos Agricorp y Argenta.

Otro aspecto cuestionable de la resolución del Directorio de CONASEV en este caso es que señaló que debido a que la oferta se dirigió a un universo de destinatarios menor a cien no se configuraba una oferta pública, olvidando que el límite cuantitativo es sólo un elemento de una presunción prevista en el Reglamento de Oferta Pública Primaria y no determina si la oferta es pública o privada.

En efecto, cuando el número es menor a dicho límite, debe evaluarse la calidad de las personas involucradas en la oferta, siendo relevante el análisis de la necesidad de tutela conforme a los criterios previstos en el artículo 6 del Reglamento de Oferta Pública Primaria. Y en el caso Trust existió la concurrencia de tales criterios, ya que los inversionistas no tuvieron posibilidad de: (i) acceso a información relevante y, (ii) procesar adecuadamente dicha información.

En cuanto a la existencia de interés público, la posición del Directorio de CONASEV tampoco se ajustó a los hechos y al derecho ya que no tomó en consideración lo siguiente:

- (i) Los inversionistas eran personas no especializadas en el mercado de valores que no contaban con el conocimiento y/o experiencia para obtener o analizar una estructura de financiamiento compleja como una titulación de activos.
- (ii) Debido a lo anterior, los inversionistas se encontraban en situación de asimetría contractual respecto a Trust y a los originadores (Argenta y Proyecto 7).
- (iii) El número de inversionistas era de más de 50 personas.
- (iv) Los montos involucrados en las operaciones fraudulentas eran considerables (US\$ 3 136 847.20 (Tres Millones Ciento Treinta Y Seis Mil Ochocientos Cuarenta y Siete y 20/100 Dólares de los Estados Unidos de América).
- (v) El precio de los Bonos de los Patrimonios Fideicometidos fue de US\$ 1 cada bono. Por tanto, de accesible colocación entre cualquier persona natural.
- (vi) La participación de *underwriters* vinculados a la Sociedad Tituladora en el proceso de oferta de los Bonos.
- (vii) Trust no proporcionó antes ni después de las ofertas de Bonos, toda la información relevante respecto a la estructura de titulación, por ejemplo no informo lo siguiente: (a) que no contaba con el capital mínimo para operar, (b) la vinculación económica de Trust con Argenta y existencia de conflicto de intereses antes y

después de las ofertas, (c) la real situación financiera y operativa de los originadores, (d) Los riesgos de los Patrimonios Fideicometidos, de los Bonos emitidos así como de la operación en sí misma, (e) la designación de una persona con impedimento legal como Director de Trust y Factor Fiduciario de los Patrimonios Fideicometidos, (f) no entregó oportunamente documentos informativos sobre las titulaciones e incluso algunos de los inversionistas no recibieron ningún documento informativo.

- (viii) Trust no entregó información relevante sobre el Patrimonio Fideicometido Agricorn, por ejemplo: (a) la valorización de inmuebles que respaldan la emisión no cumplió con la metodología ni prácticas generalmente aceptadas en tasaciones, (b) el inmueble que respaldaba la emisión estaba hipotecado a favor de Argenta, empresa vinculada a Trust, sin ser ello de conocimiento de los bonistas, y (c) Trust proporcionó información equívoca sobre la clasificación de riesgos de los Bonos.
- (ix) Trust no entregó información relevante sobre el Patrimonio Fideicometido Argenta, por ejemplo: (a) la Valorización de los inmuebles que respaldan la emisión no cumplió con la metodología ni prácticas generalmente aceptadas en tasaciones, (b) Trust consignó valorizaciones excesivas sobre inmuebles que respaldan la emisión, (c) no se establecieron reglas adecuadas para el manejo de conflicto de interés entre Trust y Argenta, a pesar de su vinculación.

En mi opinión, ciertamente todo lo anteriormente señalado acreditaba un interés público y la necesidad de la intervención de CONASEV. Sin embargo, el Directorio de CONASEV ni siquiera analizó o contradujo cada uno de los puntos anteriormente señalados.

Por último, y en línea de lo señalado respecto de los nuevos paradigmas de la regulación del mercado de valores, soy de la opinión que incluso en el supuesto negado que las ofertas realizadas por Trust no hubiesen calificado como Ofertas Públicas, ello no debió impedir que CONASEV interviniese y sancionara a Trust y no evadiera su responsabilidad bajo el argumento que como supuestamente no eran ofertas públicas no se le aplicaban las normas del mercado de valores y ella no era competente para sancionar, ya que el hecho que fuesen privadas no facultaba a Trust a realizar el fraude que realizó ni a incumplir los principios de transparencia, integridad y protección al inversionista que configuraron sus acciones y omisiones, no sólo porque actuaba en el mercado de valores sino porque como sociedad tituladora era una sociedad regulada por CONASEV

y por tanto debía de cumplir con las normas de conducta establecidas en la regulación del mercado de valores.

V. Conclusiones

Las propuestas realizadas y los ejemplos comentados permiten señalar lo siguiente:

- Conceptos como el de valor mobiliario y oferta pública son herramientas que nos permiten conceptualizar y entender ideas y explicar una realidad. Por tanto, en el caso del mercado de valores estos conceptos deben ser reinterpretados o replanteados si con ello se logra una regulación más adecuada y un mejor funcionamiento de tales mercados.
- El mercado de valores es uno sólo, y este incluye a las ofertas públicas y a las ofertas privadas. Por ello se debe tener presente que el mercado de valores y la economía se desarrolla si ambos tipos de ofertas también lo hacen. Y la regulación juega un rol importante en ello.
- Los mercados-incluyendo el mercado de valores-se desarrollan no porque no exista regulación. Se desarrollan cuando el mercado se regula cuando sea necesario hacerlo y cuando los principios y normas que conforman dicha regulación son claros, eficientes, razonables y se aplican de manera predecible, promueven la transparencia, integridad y la competencia y evitan que los intereses particulares puedan afectar dicha transparencia, integridad y competencia o incrementen el riesgo sistémico del mercado a un nivel tal que ponga en peligro el funcionamiento y viabilidad de dicho mercado.

- Si en la actualidad las características de los inversionistas y mercados hace que estos prefieran realizar sus inversiones a través de ofertas privadas, la regulación debe promover y regular dicha oferta, no ignorarla o asumir la posición que las normas que establecen la transparencia y la protección del inversionista no las alcanza. Asumir esa posición sería aceptar que en las ofertas privadas las partes que intervienen en ellas pueden hacer lo que les plazca. Y ello no es razonable ni promueve el mercado en su conjunto.
- El que una oferta sea privada sólo significa que no deberá ser registrarla en CONASEV y proveer la información que está obligada como consecuencia de tal registro. Por tanto, si uno realiza una oferta privada se encuentra sujeto a los principios de transparencia, integridad y protección al inversionista que regulan la conducta en el mercado de valores. Y esta posición puede ser sostenida teniendo presente las características y funcionamiento del mercado de valores y mediante una interpretación razonable de lo dispuesto en el primer párrafo del artículo 1 de la Ley del Mercado de Valores.

Parafraseando la frase de Bohr que cito al inicio del presente artículo, los nuevos paradigmas y las contradicciones que hemos encontrado en la aplicación del modelo regulatorio tradicional del mercado de valores nos presentan una interesante oportunidad para replantear conceptos así como la aplicación de los principios que regulan la conducta de los que intervienen en el mercado de valores y para que el regulador cumpla con el rol que la regulación le ha encomendado. No desaprovechemos esa oportunidad 