

EL FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL A TRAVÉS DE LA EMISIÓN DE VALORES: VENTAJAS, DESVENTAJAS Y PERSPECTIVAS

Sergio Salinas Rivas
Master en Derecho por la Universidad de Yale
Master en Economía por la Universidad del Pacífico
Profesor de Derecho Mercantil
Pontificia Universidad Católica del Perú

La necesidad de las empresas de obtener capitales para ampliar el marco de sus operaciones, diversificar sus inversiones e incrementar su producción ha traído como lógica consecuencia la aparición de distintas modalidades de financiamiento empresarial, circunstancia que permite la existencia, junto al tradicional crédito bancario, de mecanismos tan novedosos en nuestra experiencia como la titulización de activos o los ADRS. Entre los mecanismos que permiten la captación de fondos por las empresas cabe resaltar la colocación de valores -tales como bonos o acciones sin derecho a voto- en el mercado, lo que en teoría debe permitir la canalización directa de los recursos del inversionista al empresario y obtener de esa manera financiamiento a tasas más bajas que las del sistema bancario.

El doctor Sergio Salinas analiza en el presente artículo las principales características del financiamiento empresarial a través de valores, recurriendo para ello a la experiencia de mercados más desarrollados y al estudio de las normas vigentes en el Perú; a su vez, señala las ventajas y desventajas de este tipo de operaciones, que dependerán en última instancia de la situación de cada empresa. Consideramos que este trabajo reviste especial importancia en la coyuntura actual, pues nuestras empresas, ante el crecimiento del mercado, recurren cada vez con mayor frecuencia a la emisión de valores para conseguir el financiamiento indispensable para sus operaciones.

1. INTRODUCCIÓN

Durante 1997, el monto total de las emisiones de valores por oferta pública en el mercado peruano superó los mil millones de dólares, en 1996 la cifra fue de poco más 600 millones y en 1995 de 360 millones aproximadamente¹. Las proyecciones de las principales casas de bolsa indican que esta tendencia se va a mantener durante los próximos años, esperándose el paulatino ingreso de nuevas empresas al mercado con el objeto de captar recursos para el financiamiento de sus inversiones.

Esta tendencia es también consistente con la práctica internacional. Si se analiza el comportamiento del mercado de valores en otros países de la región que han aplicado programas de liberalización y de reformas estructurales orientadas al desarrollo de una economía de mercado como mecanismo de asignación de recursos (caso de Chile, México o Argentina), puede observarse que en todos ellos el mercado de capitales ha sido una variable en el desarrollo progresivo.

La importancia del mercado de valores en la actividad económica de un país es pues cada día mayor. Más aún, en el mundo globalizado de hoy es posible transar valores electrónicamente en distintas partes del mundo sin moverse de su escritorio; y es también posible obtener financiamiento de cientos o miles de individuos simultáneamente en distintos mercados a través de una oferta pública de valores. En este contexto, resulta clara la necesidad de contar con una regulación ágil, transparente y sencilla para

¹ Cifras según el Registro Público del Mercado de Valores de la CONASEV.

promover en nuestra economía el aprovechamiento de todas las oportunidades que ofrece el mercado de valores para el desarrollo de inversiones productivas.

El objetivo del presente artículo es mostrar las principales ventajas y desventajas asociadas a esta fuente de financiamiento, así como destacar algunos aspectos legales que a juicio nuestro merecen revisión.

En la segunda sección del presente artículo planteamos las principales ventajas y desventajas que ofrece la emisión de valores para las empresas y sus accionistas. En la sección tercera, se presentan las principales modalidades de colocación, incluyendo una comparación entre ellas; en la cuarta sección se describe muy sucintamente el proceso usual a seguir para efectuar una colocación de valores; en la sección quinta se discuten los principales mecanismos de fijación del precio de los valores de oferta primaria; en la sección sexta se analizan las principales características y modalidades de los contratos de colocación y aseguramiento (*underwriting agreements*); en la séptima se discuten los principios básicos de un sistema de responsabilidad por la información proporcionada a los inversionistas; y en la sección octava se detallan las principales consecuencias para el emisor de la salida al mercado. Finalmente, en la sección novena se presenta una reflexión a modo de conclusión

2. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

En primer lugar, una advertencia: Los accionistas deben realizar un cuidadoso análisis de las ventajas y desventajas de salir al mercado a través de una colocación de valores, pues en algunos casos los costos asociados, tanto directos como indirectos, pueden ser demasiado pesados de soportar respecto de los probables beneficios del esfuerzo. Esto es particularmente cierto en el caso de una oferta pública de acciones, pues normalmente revertir la decisión de abrir el capital de la empresa resulta bastante costoso².

A continuación reseñamos algunas de las principales ventajas y desventajas del financiamiento a través de la emisión de valores.

a. Ventajas

Entre las principales ventajas que ofrece a la empresa la salida al mercado podemos resaltar las siguientes:

Financiamiento (capital de riesgo o deuda).- La emisión de valores es, en última instancia, una alternativa de financiamiento para las empresas. De hecho, uno de los principales beneficios derivados del desarrollo del mercado de valores para la sociedad en su conjunto es la generación de una fuerte competencia en la oferta de recursos prestables con el financiamiento bancario tradicional, lo que finalmente beneficia al tomador de fondos al generar una disminución de las tasas de interés.

El mercado de valores permite la canalización directa de los fondos del inversionista al empresario, sustituyendo la participación del intermediario financiero por la del intermediario bursátil. Dado que las comisiones bursátiles -parte de los costos de transacción del mercado de valores- son usualmente menores que el *spread* bancario, podría esperarse, en principio, que el financiamiento a través de la emisión de valores pueda obtenerse a tasas eventualmente más bajas que las del sistema bancario.

Sin embargo, esto no es necesariamente cierto. El costo financiero de una emisión depende del riesgo asociado al tipo de colocación, al tipo de instrumento a emitir, a las condiciones que se ofrezcan a los inversionistas, a las condiciones financieras y perspectivas de la empresa, etc. De hecho, para una empresa sólida que puede acceder al crédito bancario a tasas preferenciales, o que puede acceder directamente al crédito internacional a tasas internacionales, una colocación de valores puede ser una alternativa relativamente más cara. Corresponde a la gerencia financiera de la empresa comparar el costo de una emisión versus la tasa de interés bancario relevante y tomar una decisión.

Imagen.- El público generalmente identifica una empresa con valores cotizados en bolsa con un negocio grande, sólido y próspero. En tal sentido, una oferta pública de valores puede ayudar a generar una imagen empresarial positiva, tanto a nivel de clientes como de proveedores e, incluso, en el propio sistema bancario.

En efecto, puede esperarse que la mayor visibilidad y transparencia de la información sobre la empresa le permita a ésta obtener una serie de beneficios en el futuro, tales como: i) mejorar su imagen comercial; ii) mejorar la posición del producto que vende en el mercado; iii) mejorar su capacidad para contra-

² Para ello sería necesario, por ejemplo, efectuar una Oferta Pública de Compra por Exclusión o, en su caso, una Oferta Pública de Adquisición. Este tipo de transacciones destinadas a la "reconcentración", si cabe la expresión, de la propiedad de la empresa, son conocidas en la práctica internacional como "*going private transactions*".

tar y retener empleados eficaces (ofreciéndoles inclusive opciones de compra de acciones, derechos sobre las ganancias de capital, etc.³); iv) reducir costos financieros para inversiones futuras.

De hecho, luego de efectuar una oferta pública de valores, la comunidad financiera y, en particular, las principales casas de bolsa del mercado se dedican a efectuar análisis periódicos de la empresa y los valores, lo cual ayuda a reducir la percepción de riesgo de la empresa.

Liquidez.- Una oferta pública de valores permite aumentar la liquidez de los títulos de la empresa, en la medida que aumenta su volumen y frecuencia de negociación. Una mayor liquidez es un atributo importantísimo para los inversionistas, pues les facilita la posibilidad de "monetizar" su inversión; es decir, "salir" de la empresa cuando se sienten insatisfechos con la marcha de los negocios sociales⁴. En tal sentido, una mayor liquidez de los valores debe traducirse en menores costos financieros para la empresa.

Valuación.- Una de las principales ventajas de una oferta pública de valores es que permite una mejor valuación de los mismos. De hecho, bajo condiciones iguales puede esperarse que los valores materia de negociación pública normalmente mantengan precios mayores a aquellos que no lo son. Esto se debe principalmente a la disponibilidad de mayor información sobre la marcha de los negocios sociales y al mayor interés de los analistas de las casas de bolsa de la plaza.

b. Desventajas

Las principales desventajas usualmente asociadas a una emisión de valores son las siguientes:

Dilución y Pérdida de control⁵.- Sin duda, una de las preocupaciones prioritarias de los propietarios o administradores- de la empresa al acordar una

emisión de acciones con derecho de voto o de bonos convertibles en acciones es la dilución⁶ y eventual pérdida de control de la empresa⁷.

La dilución puede ser de dos tipos: dilución de la propiedad o dilución del precio de mercado de la acción.

La dilución de la propiedad ocurre si el antiguo accionista no suscribe las acciones de nueva emisión materia de la oferta. Un ejemplo simple puede ilustrar el punto: supongamos que un accionista A tenía 500 acciones comunes de un total de 5,000 emitidas por la sociedad y, por tanto, controlaba el 10% de los votos y tenía derecho al 10% de las utilidades sociales. Si la sociedad acordase aumentar su capital y emitir otras 5,000 acciones y el accionista A no suscribe ninguna de ellas, su participación en el capital social se reducirá a sólo 5%, a pesar de que no ha vendido una sola acción. Una oferta de acciones suficientemente grande puede producir un efecto dilutorio significativo sobre los actuales propietarios en la empresa y, eventualmente, generar una pérdida de control.

Este problema es especialmente relevante para los accionistas principales de corporaciones de cierta envergadura, sobre todo considerando que la nueva Ley General de Sociedades ha introducido un nuevo tratamiento al derecho de suscripción preferente en el caso de sociedades anónimas abiertas, permitiendo que la Junta de Accionistas acuerde no otorgar este derecho para el respectivo aumento de capital⁸. La emisión de los certificados de suscripción preferente, libremente negociables, permitía a los accionistas protegerse en alguna medida contra este riesgo⁹.

Más aún, una difusión de la propiedad entre un gran número de accionistas, si bien puede reducir el impacto sobre el control societario, dados los problemas de organización colectiva y de información asimétrica¹⁰ típicos en estos casos, podría exponer a

³ La mejor imagen de la empresa atrae profesionales de mayor nivel, y la cotización bursátil permite el diseño de esquemas de compensación basados en indicadores más certeros de la calidad de la gestión, como es el precio de mercado de la acción.

⁴ Hirshman, Albert. *Exit, Voice and Loyalty*. Ed. 1985.

⁵ *The Ernst & Young Guide to Taking your Company Public*. January, 1997.

⁶ Ver Ross, Westerfield & Jordan. *Principles of Corporate Finance*, pp. 432.

⁷ *Idem*.

⁸ Ver artículo 259 de la nueva Ley General de Sociedades.

⁹ El accionista que decidiera no suscribir el aporte tendría derecho a transferir su certificado de suscripción preferente para "compensar" la dilución de la propiedad que sufre.

¹⁰ Para una mayor discusión sobre este tipo de problemas, revisar Easterbrook, Frank & Fischel, *Daniel Mandatory Disclosure and the Protection of Investor*. *Virginia Law Review* 669 (1984).

la empresa a una eventual adquisición hostil en el mercado (a través de una OPA, por ejemplo¹¹). Por otra parte, la retención de al menos el 51% de las acciones con derecho a voto de la empresa puede eliminar el riesgo de pérdida de control, aunque sólo en el corto plazo, pues emisiones subsecuentes para atender nuevas necesidades de financiamiento implicarían al final del día la pérdida real del control.

Sin embargo, existen diversas formas de atenuación del problema de dilución de la propiedad. Una primera estrategia evidente es, por ejemplo, la emisión de deuda en lugar de acciones, o de acciones sin derecho de voto¹², o con voto limitado, o de acciones ordinarias con diferente contenido de derechos políticos (por ejemplo, acciones con derecho a elegir un determinado porcentaje de miembros del directorio), etc. Cualquiera de estas alternativas puede minimizar el riesgo de dilución de propiedad y pérdida del control de la empresa. En realidad, caben diferentes fórmulas o combinaciones legales posibles, dependiendo de las características de la emisión y de los requerimientos de los accionistas de la empresa. Sin embargo, debe tenerse presente que finalmente será el propio mercado el que "evalúe" a la administración de la empresa, determinando qué tipo de valores pueden ser finalmente colocados entre los inversionistas.

La dilución del valor de la acción en detrimento de los antiguos accionistas, por su parte, tiene que ver con dos aspectos: el precio de salida del título, y la rentabilidad del proyecto de inversión financiado con la emisión. Expliquemos el primer caso: supongamos que una empresa está planeando aumentar el capital por emisión de 100,000 nuevas acciones de un valor nominal de 10 soles cada una; para simplificar asumamos también que su capital social actual es de 1 millón de soles dividido también en 100,000 acciones comunes de un valor nominal de 10 soles cada una.

Consideremos ahora que el patrimonio neto de la sociedad es mayor que el capital social¹³ (digamos 1,2 millones de soles); en este caso el valor real de la acción antes de la emisión (patrimonio neto/núme-

ro de acciones) es de 12 soles (1,200,000/100,000). Por lo tanto, los nuevos accionistas deberán suscribir acciones con una prima de 2 soles sobre el valor nominal para reflejar el mayor valor de la empresa. Si no se pagase la prima, el valor real de la acción luego de la emisión sería igual a 11 soles (2,200,000/200,000), con lo que se produciría una dilución de la riqueza de los antiguos accionistas en favor de los nuevos.

No obstante lo anterior, muchas veces es necesario efectuar un pequeño descuento en el precio de salida de la colocación para hacer más atractivo para el inversionista adquirir las acciones en la oferta en lugar de hacerlo en el mercado secundario, por lo que el riesgo de una pequeña dilución para los antiguos accionistas siempre existe¹⁴.

La otra causa de dilución del valor de la acción se explica por las expectativas de la inversión, a realizar por el emisor con los recursos captados a través de la colocación de los valores. Por ejemplo, asumiendo que la teoría de los mercados eficientes¹⁵ se cumple, puede esperarse que si el valor presente neto (VPN) de la inversión planeada es positivo, el precio de mercado por acción (o, alternativamente, el valor total de la compañía) aumente después de la emisión, porque el mercado espera que la rentabilidad de la empresa aumente. Si el VPN es negativo, por el contrario, el mercado descontará hoy dichas "pérdidas esperadas" vía una reducción del precio de mercado de la acción. En tal sentido, en este caso la dilución del valor de las acciones para los antiguos accionistas no es un efecto en sí de la emisión sino de la calidad de la gestión de los recursos captados.

Pérdida de privacidad.- Otra de las desventajas asociadas con la emisión de valores es la relacionada a la pérdida de privacidad en el manejo de la empresa.

Esta pérdida de privacidad normalmente proviene de dos aspectos: i) la existencia de reglas de información y transparencia en la mayor parte de legislaciones bursátiles de países que cuentan con un mercado de valores desarrollado, y; ii) el sometimiento al

¹¹ Estas prácticas se conocen en el mercado norteamericano como *hostile takeovers*.

¹² La nueva Ley de Sociedades recientemente aprobada contiene un marco regulatorio más completo sobre este tipo de acciones.

¹³ Asumamos, sólo para efectos del ejemplo, que el patrimonio neto es un indicador cercano del valor real de la empresa.

¹⁴ No estamos considerando aquí el hecho de que eventualmente el precio de mercado de la acción puede no reflejar correctamente su valor real (por ejemplo, por problemas de liquidez o similares).

¹⁵ Esta teoría sugiere que los precios de mercado de los valores reflejan ya toda la información relevante disponible sobre los mismos. Para una mayor explicación de esta teoría, ver Malkiel, Burton, *From a random walk down Wall Street*. Ed.1990

análisis continuo de los principales bancos de inversión del mercado encargados de su seguimiento.

Algunos emisores consideran que la obligación de proveer permanentemente de información al mercado y el propio hecho de ser objeto de un análisis continuo por parte de los analistas bursátiles resulta una carga incómoda y una limitación a su libertad de gestión que no están dispuestos a asumir.

En efecto, la legislación comparada usualmente obliga a las empresas con valores registrados a proporcionar periódicamente información al órgano regulador y al mercado. Generalmente, dicha información se refiere tanto a aspectos financieros (estados financieros auditados y no auditados, etc), como no financieros (remoción de directores, discusión de la administración sobre la marcha de los negocios sociales, etc.), así como a hechos de importancia¹⁶ que puedan afectar la decisión de invertir de un inversionista¹⁷. Por otra parte, la "vigilancia" de los analistas bursátiles puede resultar muchas veces fastidiosa para la Administración, pues dificulta la implementación de políticas de inversión o expansión empresarial. Ilustremos el caso con un ejemplo hipotético: supongamos que la Administración de una empresa A (que cotiza en bolsa) ha decidido adquirir una empresa B, cuyo giro de negocios es distinto. Sin embargo, dicha adquisición es considerada inapropiada por algunos de los principales analistas bursátiles, pues entienden que es una diversificación innecesaria que no se traducirá en un aumento de la rentabilidad de la empresa. Conocidas las negociaciones para la adquisición se produce una incómoda reducción del valor de los títulos de la empresa, que genera un cuestionamiento por parte de los principales inversionistas de la empresa A. El resultado final es que se frustra la adquisición.

Sin embargo, un enfoque empresarial más pro-competitivo podría llevarnos a una conclusión totalmente diferente: someter a la empresa a la disciplina del mercado genera, en el mediano plazo, efectos positivos sobre ella misma y sus accionistas. Por ejemplo, aún aceptando que este monitoreo permanente puede resultar algunas veces molesto para la Administración, desde el punto de vista

económico cumple una función positiva, pues funciona como una suerte de "alarma de mercado" contra decisiones ineficientes de la Administración de una empresa. Más aún, si la Administración sabe leer las señales del mercado adecuadamente, es probable que pueda aprovecharlas en beneficio de la propia empresa. El mercado va a percibir cualquier cambio significativo en la marcha de la empresa, y, por lo tanto, va a descontar cualquier ineficiencia en la gestión de la empresa. Ello obliga a los administradores a mantener un estándar mínimo de eficiencia en su gestión; de lo contrario, la cotización de los títulos emitidos va a caer inmediatamente, con los consiguientes problemas frente a los accionistas y el incremento del riesgo de una adquisición hostil.

Adicionalmente, el cumplimiento de estas obligaciones de información obliga a los emisores a llevar un manejo ordenado y claro de sus cuentas y estados financieros. En este sentido, es probable que al final del día el resultado de la emisión de valores sea que los accionistas conozcan bastante mejor las debilidades y fortalezas de su empresa.

Expectativas de los accionistas.- Cuando una empresa se abre al público, normalmente se enfrenta con ciertas expectativas de los accionistas respecto de la marcha del negocio.

Los "accionistas rentistas"¹⁸ normalmente esperan una política de dividendos atractiva, mientras que la Administración usualmente prefiere una política de reinversiones más agresiva para asegurar la estabilidad a mediano plazo de la empresa. Esto genera un *trade-off* típico en las sociedades anónimas abiertas entre la política de dividendos y la política de reinversiones que muchas veces lleva a las administraciones a optar por una política de "dividendos suficientes"¹⁹, que permita mantener satisfechos a los inversionistas, pero sin arriesgar la estabilidad futura del negocio.

Al respecto, cabe tener presente un aspecto más: una política de reinversiones excesiva generalmente produce una reacción negativa del mercado, pues se asocia con un interés de la Administración en

¹⁶ Ver Reglamento de Hechos de Importancia de la CONASEV, aprobado mediante Resolución CONASEV 307-95-EF/94.

¹⁷ Algunas legislaciones, como la peruana, obligan a los emisores a contratar empresas de clasificación de riesgo para los valores representativos de deuda que emitan.

¹⁸ Ver Salinas, Sergio. "Las acciones sin voto y el desarrollo del mercado de capitales en el Perú". En *Ius et Veritas*, noviembre 1993.

¹⁹ Esto se conoce como la política de dividendos suficientes. Existe muy interesante literatura económica sobre el particular; por ejemplo, ver Jensen, Michael. "Takeovers: Their causes and consequences". 2 *Journal of Economic Perspectives*. 1988.

sobreinvertir en la empresa, en desmedro de los intereses de los propios accionistas, quienes eventualmente podrían obtener individualmente una mayor rentabilidad de las utilidades de la empresa.

Gastos.- Los gastos asociados a una emisión de valores usualmente son mayores que los de un financiamiento bancario típico²⁰. Entre los más importantes podemos citar: banco de inversión, que normalmente cobra un honorario de éxito (*success fee*) fijado como un porcentaje sobre el monto total de la colocación; asesores legales, que normalmente cobran una tarifa horaria; auditores externos; gastos de registro; impresión de los Prospectos de Colocación, etc.

Los gastos asociados a una oferta privada de valores usualmente son menores a los de una oferta pública, dado que no se requiere la inscripción del valor en el Registro²¹.

El siguiente cuadro resume las ventajas y desventajas de una emisión de valores:

CUADRO 1
Ventajas y desventajas de una emisión de valores

Ventajas	Desventajas
Fuente de Financiamiento	Pérdida de control/Dilución
Imagen	Visibilidad
Liquidez	Requerimientos de información
Valuación	Pérdida de privacidad

3. MODALIDADES DE COLOCACIÓN

Una vez tomada la decisión de efectuar una oferta de valores, es necesario definir la modalidad. La elección consiste, básicamente, en decidir entre efectuar una oferta pública o una oferta privada de valores²².

a. La Oferta Pública

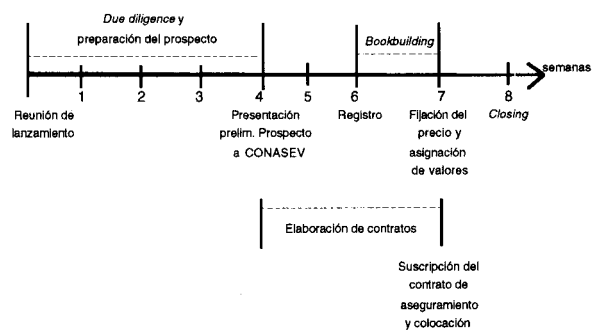
De acuerdo a lo señalado en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, constituye oferta pública de valores "la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general o a un segmento de éste, con el fin de realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios"²³.

La oferta pública de valores está sujeta al cumplimiento del requisito legal de inscripción previa del valor en el Registro Público de Valores que mantiene CONASEV. El procedimiento de inscripción incluye la satisfacción de una serie de reglas de información (*disclosure rules*) destinadas, principalmente, a procurar que los inversionistas cuenten con información suficiente, veraz y oportuna²⁴ sobre los valores materia de la oferta pública, a efectos de que tomen una decisión de inversión informada.

Este sistema de protección al inversionista es bastante común en todas las legislaciones bursátiles²⁵, y tiene su fundamento en la existencia de problemas de información asimétrica entre los inversionistas y los emisores que puede generar una asignación

CUADRO 2

Cronograma de Oferta Pública



²⁰ Nos referimos básicamente a los costos de transacción, no a los costos financieros.

²¹ Ver sección siguiente de este artículo.

²² El *Block Trade* es una modalidad adicional de colocación de valores que consiste en colocar a un solo inversionista o a un grupo reducido, la totalidad de la emisión. Sin embargo, esta modalidad parece tener más sentido tratándose de un socio estratégico o de un accionista que desee vender su participación en la empresa. Por lo demás, este tipo de adquisición podría estar sujeta al régimen de Ofertas Públicas de Adquisición.

²³ Ver artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores.

²⁴ Así lo señala expresamente el artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores peruana.

²⁵ Por ejemplo, ver artículo 28 de la Ley 24/88 del Mercado de Valores de España; *Sections 6,7 y 10 de la Securities Act of 1933* de los Estados Unidos de Norteamérica; y también el capítulo I del Título II de la Ley del Mercado de Valores peruana.

ineficiente de recursos²⁶. Al mismo tiempo, un sistema de suministro de información contribuye al desarrollo de un mercado de valores transparente y de menor riesgo, reduciendo el costo del financiamiento a través de emisiones de valores²⁷.

El diagrama que se muestra en la página anterior ilustra el esquema que sigue una oferta pública de valores.

b. La Oferta Privada

Según lo dispuesto por el artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores, constituye oferta privada aquella no incluida en la definición de oferta pública de valores, y adicionalmente, siempre que no se utilicen medios masivos de difusión, también: i) aquella dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales y, ii) aquella en la que el valor nominal o el valor unitario de colocación más bajo del valor mobiliario sea igual o superior a S/ 250,000.

La oferta privada de valores no está sujeta a las disposiciones previstas en la Ley del Mercado de Valores, según disposición expresa del artículo 1 de la Ley del Mercado de Valores y, por lo tanto, no es necesario registrar el valor en la CONASEV ni preparar el Prospecto de Colocación²⁸. En consecuencia, son aplicables a las ofertas privadas de acciones, las disposiciones legales societarias pertinentes sobre aumento de capital²⁹; constitución por oferta a terceros³⁰; o emisión de obligaciones³¹; según corresponda. Ahora bien, desde el punto de vista de política legal estimamos indispensable para el desarrollo del mercado definir, por la vía reglamentaria, un "puerto seguro" (*safe harbour*), que permita a los emisores determinar con certeza cuándo una oferta

es considerada como privada por el organismo regulador, de manera que se asegure la legalidad de la colocación. Al respecto, pueden diseñarse diversos parámetros de referencia, como por ejemplo, el tamaño de la emisión, el número máximo de personas a quienes se dirige la oferta, etc.

El tratamiento diferenciado de las ofertas privadas respecto de las ofertas públicas tiene su justificación en la presunción de que los inversionistas institucionales (también denominados inversionistas sofisticados) tienen un grado de experiencia y conocimiento del mercado de valores que hace innecesaria la protección legal. El establecimiento de dicho sistema de protección en estos casos impondría sobre la actividad económica costos de transacción que no generarían mayores beneficios para los agentes.

La inaplicación del sistema de protección al inversionista en estos casos es también la razón por la cual normalmente los valores adquiridos mediante oferta privada están sujetos a restricciones respecto de su transferencia: sólo pueden ser transferidos a otros inversionistas institucionales, excepto previa inscripción del valor en el Registro. Sobre este punto vale la pena destacar el tratamiento impropio de la Ley del Mercado de Valores, en su artículo 5 inciso a), al limitar el periodo de restricción a doce meses, lo que, *contrariu-sensu*, significa que vencido este plazo los valores pueden ser recolocados a cualquier tercero³², lo cual resulta incongruente con el propio sentido de la restricción.

El tratamiento diferenciado entre oferta pública y privada es común en la legislación comparada³³. En el caso de los Estados Unidos de Norteamérica, la Regla 144 contempla la excepción al registro de

²⁶ Para una mayor discusión de este punto puede revisarse: Easterbrook & Fischel, *Op.cit.*; Coffee & Klein, "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System". En Romano, Roberta: *Foundations of Corporate Law*.

²⁷ La escasez de información es una variable importante para los inversionistas, que usualmente se refleja en una menor valoración de los valores.

²⁸ Similar tratamiento se aplica a este tipo de ofertas en la legislación norteamericana. Ver Regla 144, emitida por la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Es interesante anotar que, a diferencia de lo previsto en la legislación norteamericana, en la ley peruana no se establece el caso de la oferta privada como una excepción a la aplicación de las normas sobre información y registro al órgano regulador, sino que se establece como regla general que sus disposiciones no les alcanzan. Por lo tanto, ninguna parte de la Ley les es aplicable, y no solamente aquella referida a la obligación de inscripción previa del valor en caso de su oferta al público.

²⁹ Ver artículo 212 de la Nueva Ley General de Sociedades.

³⁰ Ver artículos 56 a 69 de la Nueva Ley General de Sociedades.

³¹ Ver artículos 304 a 332 de la Nueva Ley General de Sociedades.

³² Ver artículo 5 inciso a) de la Ley del Mercado de Valores.

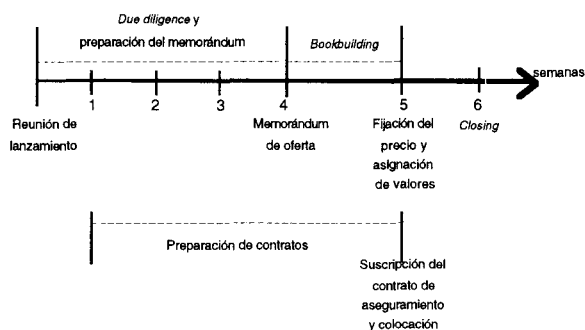
³³ Ver artículos 6 y 7 del Real Decreto 291/1992.

ofertas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales calificados (QIB's³⁴) residentes; y la Regulación S autoriza a dirigir la oferta a inversionistas institucionales no residentes en los Estados Unidos de Norteamérica.

El diagrama que se presenta a continuación ilustra el esquema que sigue una oferta privada de valores:

CUADRO 3

Cronograma de Oferta Privada



c. Comparación entre Modalidades

¿Cómo decide el emisor si le conviene realizar una oferta pública o una privada? Sin duda, hay muchos factores en juego, y probablemente el emisor deberá discutir en cada caso particular con su banquero de inversión y sus asesores legales qué modalidad seleccionar.

A continuación exponemos algunos de los principales aspectos a tomar en cuenta al momento de tomar la decisión:

Tiempo.- La realización de una oferta pública usualmente toma más tiempo que una oferta privada, pues hay que cumplir una serie de trámites regulatorios (inscripción del valor, elaboración del Prospecto de Colocación, etc.), que no son exigibles en el segundo caso.

En el caso peruano, se estima que la preparación de una oferta pública -incluyendo registro del valor, prospecto de colocación, etc.- puede tomar entre un

mes y medio a dos meses, dependiendo de la disponibilidad de la información a presentar a la CONASEV³⁵. La oferta privada, en cambio, puede realizarse en plazos mucho más cortos (entre 20 a 30 días). En este caso, sin embargo, es siempre recomendable preparar un Memorándum de Oferta que, sin tener la calidad legal de Prospecto de Colocación³⁶, sirva como instrumento de venta y que, además, contenga como mínimo la información exigida por la Ley General de Sociedades. Asimismo, igualmente se requiere analizar la empresa para preparar la historia de la compañía que se va vender a los inversionistas (*equity story*) y, aunque no es imprescindible, es recomendable que se realice un *due diligence* contable-financiero y legal, para efectos de dar mayor transparencia al valor y maximizar su precio de colocación.

Costo.- Normalmente, una oferta privada resulta menos costosa, pues no se incurre en los gastos de inscripción del valor en el Registro. Adicionalmente, el *due-diligence* requerido para preparar el Memorándum de Oferta no requiere ser tan exhaustivo como el requerido para preparar un Prospecto de Colocación, lo que reduce los costos de asesoría legal, banco de inversión y auditoría contable. Adicionalmente, al tratarse de un número reducido de potenciales inversionistas, el esfuerzo y costo de *marketing* de la colocación es también bastante menor.

Liquidez.- Una oferta pública normalmente genera una mayor liquidez del valor, fundamentalmente por dos razones:

i) se maximiza el universo de demandantes iniciales del valor, al estar dirigida tanto a inversionistas institucionales (*Qualified Institutional Buyers* - QIB's) como a minoristas (*retail*). En el caso de la oferta privada, por el contrario, la colocación se circunscribe a los inversionistas institucionales.

ii) la negociación del valor colocado mediante oferta pública se realiza mediante un mecanismo centralizado de negociación, al cual acceden gran cantidad de demandantes y ofertantes del valor, lo que facilita una mayor negociabilidad de los valores. En cambio, los valores colocados mediante oferta pri-

³⁴ Las siglas provienen del inglés *Qualified Institutional Buyers*.

³⁵ En la actualidad resulta difícil hacer un estimado, pues es necesario esperar a la dación del nuevo Reglamento de Ofertas Públicas de Valores, que determinará los nuevos requisitos y procedimientos a seguir para la inscripción.

³⁶ Esto no significa que no exista responsabilidad por el contenido del dicho documento, sino únicamente que la misma se rige por la legislación societaria y no por la Ley del Mercado de Valores.

vada no cotizan en bolsa³⁷, sino que se transan regularmente en el mercado privado *over-the-counter* (OTC), es decir fuera de un mecanismo centralizado de negociación.

En las ofertas privadas, la menor liquidez del valor en el mercado secundario posterior a la colocación se traduce en un castigo en el precio de colocación del valor.

Visibilidad.- Las ofertas públicas de valores le otorgan una mayor visibilidad al emisor: por un lado, la realización de la oferta pública requiere una amplia difusión de la misma; por otro, los valores materia de oferta pública se cotizan en bolsa y son objeto de seguimiento por parte de los analistas de los principales bancos de inversión de la plaza donde se negocian los valores. En las ofertas privadas, en cambio, los valores colocados no cotizan en bolsa ni tampoco se realiza mayor difusión de la oferta por su propia naturaleza privada.

El siguiente cuadro presenta una comparación entre las modalidades:

CUADRO 4
Comparación de modalidades

Oferta Pública	Oferta Privada
Mayor costo	Menor costo
Amplia liquidez	Liquidez reducida
Mayor visibilidad	Menor visibilidad
Mayor tiempo de preparación	Menor tiempo de preparación
	Menores requisitos de información

4. EL PROCESO DE COLOCACIÓN

El proceso de colocación comienza, en realidad, mucho antes de iniciar los trámites para el registro de los valores. Debe realizarse, con la debida antelación, un planeamiento cuidadoso de la operación, evaluando la conveniencia o no de salir al mercado, la oportunidad para hacerlo y la preparación de la empresa que pueda ser necesario efectuar.

La preparación de la empresa, por ejemplo, puede ser una tarea costosa en términos de tiempo y dinero, pero es imprescindible efectuarla a fin de asegurar una adecuada recepción por el mercado de los valores a ofertar. Podría ser necesario iniciar un proceso de reestructuración organizativa de la empresa, particularmente en el caso de empresas familiares, a fin

de adecuarla a los estándares exigidos por el mercado (particularmente si se piensa efectuar una colocación internacional). También puede requerirse adecuar los estatutos de la empresa al marco regulatorio aplicable a las sociedades anónimas abiertas -si se decidiera emitir acciones-; o rediseñar el régimen de compensación del Directorio o de la Administración; o eliminar restricciones estatutarias a la libre transferencia de las acciones, etc.

Este trabajo debe hacerse en coordinación con los asesores legales, contables y financieros de la empresa, razón por la cual es sumamente importante contratarlos oportunamente.

a. Selección del equipo de trabajo

Además de los propios ejecutivos del emisor, el actor más importante en una colocación de valores es, probablemente, el banco de inversión que se encargará de estructurar y liderar la operación. Por ello, es necesario ser muy cuidadoso en esta selección.

No existe una "regla mágica" para seleccionar al banco de inversión. Los criterios a tomar en cuenta varían en función al tipo de operación a realizar, al sector en el que opera el emisor, y hasta a la naturaleza o tipo de organización del emisor. No obstante, pueden aventurarse algunos criterios generales que deberá satisfacer el banco de inversión seleccionado: conocimiento del sector en el que opera el emisor; capacidad de liderazgo de un sindicato de colocadores; grado de compromiso con la operación, tanto a nivel país como de equipo de trabajo; capacidad de distribución; reputación en el mercado; entre otros.

Es recomendable que el emisor destine algunos recursos a "conocer" el mercado de banca de inversión: el *ranking* de los bancos de inversión varía significativamente según el sector de que se trate, tipo de operación, regiones, etc. Es probable que un banco de inversión tenga una gran experiencia en emisiones de empresas eléctricas, por ejemplo, pero poca en emisiones del sector financiero; por lo tanto, conoce menos las preocupaciones de los *fund managers* que van a comprar la emisión y va a tener más dificultades al momento de desarrollar el *equity story* de la compañía.

Las principales funciones que debe exigirse al banco de inversión son, en primer lugar, que asuma el liderazgo de la operación a realizar (rol de Coordi-

³⁷ El registro en CONASEV de valores que no son objeto de oferta pública es opcional, de acuerdo al artículo 17 de la Ley del Mercado de Valores.

nador Global), comprometiendo recursos financieros suficientes para asegurar la colocación (*underwriting commitment*); estructurar la operación misma; organizar y liderar el sindicato de colocadores que se requiera para efectuar la colocación; encargarse, junto con los asesores legales seleccionados, de la elaboración del Prospecto de Colocación y demás documentación que se requiera para efectuar la oferta; realizar las auditorías que sean necesarias para la operación, etc.

Dependiendo del tamaño de la emisión, la venta de las acciones puede realizarse a través de una o dos entidades colocadoras, o requerir la conformación de un sindicato de entidades colocadoras. Si la oferta se va a realizar tanto en el mercado local como en el mercado internacional, el sindicato de colocadores debe incluir un sindicato para cada uno de los tramos que componen la oferta. Usualmente la designación de las entidades integrantes del sindicato se efectúa a propuesta del respectivo Coordinador Global, en función de las características y condiciones de la oferta. Es preferible que el emisor únicamente ejerza un derecho de veto de aquellas entidades con las que por alguna razón no desee trabajar y dejarle el encargo de conformación del sindicato al propio Coordinador Global, pues éste debe asumir la responsabilidad principal de la colocación.

La selección de los asesores legales y de la firma contable normalmente corresponde al emisor. Hay que tener presente que la oferta pública requiere que tanto abogados como contadores revisen minuciosamente la empresa, por lo que es necesario que cuenten con la absoluta confianza del emisor.

b. Selección del instrumento a emitir

La selección del instrumento a emitir depende de diversos factores, tales como las necesidades financieras a cubrir, niveles de endeudamiento del emisor, monto de la emisión, problemas de dilución, características del mercado adonde se va a dirigir la oferta, etc.

Por ejemplo, si la empresa tiene un nivel de apalancamiento financiero relativamente alto puede ser conveniente emitir acciones en lugar de obligaciones. Por el contrario, si existe un fuerte riesgo de dilución de la propiedad de los actuales accionis-

tas, la emisión de deuda o de acciones sin voto puede ser recomendable. Si se pretende efectuar una colocación internacional, alguna modalidad de *Depositary Receipts*³⁸ podría ser necesaria. La elección del instrumento puede también variar según se requiera un financiamiento de corto o de largo plazo. En cualquier caso debe tenerse presente la percepción del mercado respecto de la emisión, pues de nada sirve elegir un instrumento que satisfice las preocupaciones de los accionistas si no se genera demanda suficiente por los mismos.

En general, se puede distinguir entre instrumentos representativos de deuda, e instrumentos representativos del capital. En el primer caso, la Ley del Mercado de Valores peruana distingue entre instrumentos de largo plazo (mayores a 1 año) a los que denomina bonos (bonos convertibles, bonos subordinados, bonos corporativos, etc.), e instrumentos de corto plazo (letras, pagarés, papeles comerciales, etc.). Los valores representativos del capital se denominan acciones, y pueden ser de distinto tipo, de acuerdo a lo señalado en la legislación societaria: acciones sin voto, acciones ordinarias, acciones ordinarias con distinto contenido de derechos (acciones con mayor participación en el directorio, o con mayor participación en las utilidades, por ejemplo).

c. Oferta Local, Oferta Internacional y/o Oferta Combinada

La elección de las plazas donde se efectuará la colocación depende también de varios factores. Un primer factor obvio es el tamaño de la colocación: una colocación de volúmenes grandes probablemente sea difícil de colocar íntegramente en el mercado local, por la poca profundidad que éste aún posee³⁹. En tales casos, resulta necesario realizar la oferta en los mercados internacionales, o realizar una oferta combinada de mercados nacionales o internacionales.

Un segundo factor es la imagen que la empresa desea proyectar: en un mundo globalizado una empresa que cotiza sus acciones en el mercado internacional puede mejorar su posicionamiento comercial a nivel continental e, inclusive, a nivel mundial. Sin duda, la visibilidad que adquiere una empresa a través de una colocación internacional de valores puede ser la puerta de entrada de sus productos a mercados más exigentes que el local. En tal

³⁸ Por ejemplo, ADR's (*American Depositary Receipts*); GDR's (*Global Depositary Receipts*); o DDR's (*Debenture Depositary Receipts*).

³⁹ La capitalización bursátil actual de la bolsa limeña es de aproximadamente 16,000 millones de dólares (incluye acciones del trabajo y comunes), según el boletín diario de la Bolsa de Valores de Lima correspondiente al 6 de abril de 1998.

sentido, la estrategia comercial -y no sólo financiera- de la empresa es sin duda un factor importante a considerar al momento de tomar esta decisión.

Un tercer factor a considerar es el grado de dilución que estén dispuestos a aceptar los actuales accionistas (si se decide emitir acciones): es probable que en un mercado más desarrollado sea posible colocar las acciones entre un número mayor de inversionistas, dispersando así efectivamente el accionariado, mientras que una colocación doméstica de regular tamaño implica una concentración indeseada del accionariado en algunos inversionistas institucionales o grupos económicos. De nuevo, la poca profundidad del mercado constituye una limitante coyuntural pero importante para la estructuración de operaciones de financiamiento a través del mercado de valores.

Naturalmente, otro factor a considerar son los costos. En la actualidad los costos de una colocación internacional son significativamente mayores a los asociados a una colocación interna⁴⁰.

d. El Cronograma de la Operación

Probablemente uno de los aspectos cruciales para el éxito de una colocación radica en la elaboración inicial de un buen cronograma de trabajo de la operación. Una oferta de valores involucra la actuación simultánea y coordinada de distintos actores: por ejemplo, mientras los asesores legales trabajan en la elaboración del Prospecto y de los contratos de colocación y aseguramiento, el banco de inversión debe ir trabajando en el *due diligence* de la empresa, de manera que se logre terminar el Prospecto de Colocación a tiempo para la ejecución del *roadshow* y de la estrategia de distribución de los valores.

Por otro lado, no se debe olvidar que la emisión muy probablemente competirá con otras emisiones y es necesario estar preparado para aprovechar cualquier "ventanita" que se presente para entrar al mercado en un buen momento. Un cronograma de la operación permanentemente actualizado es un instrumento de trabajo fundamental para mantener el grado de coordinación requerido entre todas las partes involucradas, a fin de estar listo para asegu-

rar una buena "ubicación" en el calendario de emisiones programadas para el respectivo año.

e. El Registro

Conforme a la legislación actualmente vigente (Reglamento de Ofertas Públicas⁴¹ y LMV), para realizar una oferta pública de valores se requiere la inscripción previa del valor en el Registro de Valores de la CONASEV. La mayoría de legislaciones de las principales plazas financieras del mundo exige similar requisito, lo que debe tomarse en cuenta en caso de optarse por realizar una oferta internacional de valores.

En el Perú, el procedimiento de inscripción del valor requiere la presentación a CONASEV de una serie de información, que podemos dividir en dos partes: i) documentación relativa al emisor y a la emisión misma (escritura de constitución social, copia del acuerdo de emisión, estados financieros, etc.) y ii) elaboración de un Prospecto de Colocación.

El Prospecto de Colocación.- El Prospecto de Colocación es el documento que contiene toda la información relevante para el potencial inversionista respecto de la empresa emisora de las acciones, las características de la oferta y, en general, cualquier otro aspecto que pudiera influir en la decisión de un inversionista⁴² de adquirir o no las acciones materia de la oferta.

El contenido mínimo del Prospecto de Colocación está previsto en el Reglamento de Ofertas. Si bien la legislación aplicable a cada mercado puede variar, existe una cierta uniformidad a nivel comparado en cuanto a los aspectos que deben ser cubiertos en el Prospecto. Entre ellos destacan los siguientes: descripción de los factores de riesgo que pueden afectar la inversión; comentario de la administración del emisor sobre la marcha de los negocios sociales; marco regulatorio aplicable a las actividades que realiza la empresa; resumen de los estados financieros, incluyendo notas explicativas, etc.

La elaboración del Prospecto de Colocación corresponde, generalmente, a la empresa, los bancos de inversión líderes de la colocación, los auditores y los

⁴⁰ En la actualidad, sin contar las comisiones de colocación, una oferta pública internacional puede costar entre 1,5 y 2 millones de dólares, mientras que una local probablemente cueste la décima parte.

⁴¹ Conforme ha sido anunciado por las autoridades de la CONASEV, dicho reglamento viene siendo objeto de revisión, a fin de adecuarlo a la nueva ley del Mercado de Valores y a las prácticas internacionales habituales para estas operaciones.

⁴² Esta definición está contenida en el artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores, referido a la calificación de hechos de importancia.

abogados domésticos e internacionales -tanto de la empresa como de los bancos de inversión- e implica la realización de una exhaustiva auditoría legal y financiera de la empresa (*due diligence*).

En caso la colocación se efectúe en los mercados internacionales, deberá presentarse un Prospecto de Colocación a los organismos reguladores de los mercados financieros en los cuales se realice la oferta, elaborado conforme a la legislación vigente en tales plazas.

La Presentación Preliminar.- Es una práctica recomendable que se efectúe una presentación preliminar de la documentación relacionada con la oferta al órgano regulador, a fin de recoger extraoficialmente sus observaciones al mismo. De esta manera, es posible ahorrar costos y tiempo al emisor al presentar, oficialmente, una versión que ya recoge gran parte de las observaciones formuladas.

Debe observarse que, tratándose de una oferta internacional, debe registrarse también el ADR, si lo hubiera, para lo cual es necesario suscribir el contrato de depósito correspondiente (*Deposit Agreement*) con la entidad depositaria seleccionada. La función de los depositarios en los Estados Unidos de Norteamérica está regulada por la *Trust Indenture Act*⁴³. Adicionalmente, si se decidiera efectuar una colocación en diversos estados de los Estados Unidos de Norteamérica, será necesario cumplir con presentar cierta información y obtener ciertos registros conforme a la regulación estatal correspondiente⁴⁴.

f. La Promoción de la Oferta (*Roadshow*)

No olvidemos que finalmente se trata de vender un producto a los inversionistas. Por ello, el éxito de una oferta de valores depende en gran medida de la eficacia de la campaña de promoción de la misma que se lleve a cabo.

La promoción de la oferta normalmente se realiza a través de la organización de un *roadshow*. El *roadshow* no es otra cosa que la realización, por parte de los principales ejecutivos del emisor (debidamente asesorados por el banco de inversión líder), de una gira por las principales plazas financieras en donde se pretenda colocar las acciones, en la que los potencia-

les inversionistas tienen la oportunidad de conocer a los ejecutivos de la empresa y de formular cualquier duda o cuestionamiento que tengan sobre la marcha de los negocios sociales⁴⁵. Por ello, es fundamental la participación de los principales ejecutivos de la empresa, y de su habilidad para "vender" la empresa depende en gran medida el éxito de la colocación.

El *roadshow* normalmente es organizado por los Coordinadores Globales de la colocación, y dependiendo de las características de la oferta, puede realizarse tanto a nivel nacional como a nivel internacional.

Desde el punto de vista legal, es importante tener presente que en muchos mercados existen reglas sobre condicionamiento del mercado, que prohíben la publicidad de la oferta antes de la inscripción del valor. El objetivo de tal norma es proteger al inversionista evitando que se "caliente" indebidamente el mercado⁴⁶, cuando aún no existe información completa sobre la oferta.

En los Estados Unidos, por ejemplo, la regulación vigente sanciona la realización de publicidad relativa a la oferta antes de que su inscripción sea declarada efectiva por la SEC con la suspensión temporal de la oferta por un periodo de tiempo (*"cooling off period"*), hasta que se desvanezca el efecto de la publicidad indebida sobre el público inversionista.

Dado que la Ley del Mercado de Valores peruana parece recoger la legislación norteamericana, resulta útil describir muy sucintamente dicho esquema. La legislación norteamericana divide en tres partes el periodo de colocación: periodo pre-solicitud de inscripción, periodo pre-registro, y periodo post-registro. El siguiente cuadro resume las reglas aplicables en cada periodo:

CUADRO 5

Periodo	Regla	Sanción
Pre-solicitud	No publicidad, no venta	Suspensión de la Oferta
Pre-registro	Publicidad, no venta	Suspensión de la Oferta
Post-registro	Publicidad, venta	

⁴³ Ver *Federal Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms*. Ed 1996.

⁴⁴ Estas leyes estatales son conocidas como "blue sky laws".

⁴⁵ Estas presentaciones pueden consistir en reuniones generales con los inversionistas o reuniones individuales con los principales de ellos.

⁴⁶ Esto se conoce en la jerga norteamericana como "jumping the gun".

Sin embargo, la redacción de la ley peruana es confusa. Se señala que sólo puede realizarse publicidad preliminar y efectuar una precolocación (?) de los valores después de iniciado el trámite de inscripción del valor materia de la oferta pública. Si bien consideramos conveniente proteger al inversionista de recibir información que puede ser sesgada y generar una primera impresión respecto de la oferta, que luego podría ser muy difícil de modificar, la regla prevista en la Ley parece poco útil, pues el requisito de presentación de la solicitud puede cumplirse con la presentación de información mínima a CONASEV, con lo cual tendría ya derecho de efectuar publicidad preliminar y lograr calentar el mercado antes de tiempo e, inclusive, de efectuar una "precolocación" de valores. Por ello, resulta necesario diseñar en el nuevo Reglamento de Ofertas Públicas las normas necesarias para desincentivar este tipo de comportamiento por parte de los emisores. Probablemente, una obligación de suministrar a todos los inversionistas una nueva versión del Prospecto de Colocación, cada vez que éste sea modificado, sea suficiente para evitar este tipo de prácticas, pues impone costos importantes sobre el emisor.

5. MECANISMOS DE FORMACIÓN DE PRECIOS Y ASIGNACIÓN DE VALORES

Existen dos aspectos cruciales que aún no han sido tratados: la fijación del precio y la asignación de valores entre los inversionistas. Existen distintas modalidades de fijación del precio de salida de la emisión. A continuación presentamos las más usuales.

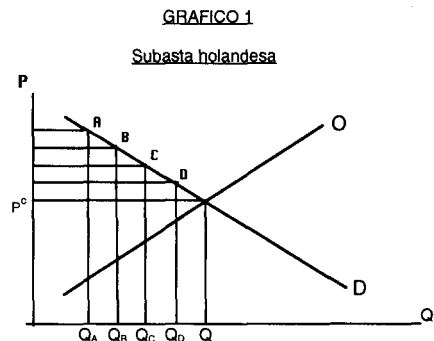
Precio Fijo.- En este caso, el emisor y los *underwriters* establecen el precio de los valores antes de efectuar la oferta propiamente dicha. Si bien esta modalidad permite salir al mercado con un precio conocido, lo que facilita la tarea de promoción de la oferta, tiene serias deficiencias por lo que es cada vez menos utilizada en la práctica internacional.

En primer lugar, esta modalidad elimina la flexibilidad necesaria para asegurar una colocación exitosa. Por ejemplo, si al término de la construcción del Libro de Demanda se observa que la demanda por los valores ha sido menor a la esperada, sería necesario reducir el precio para colocar los valores o, alternativamente, reducir el tamaño de la oferta, lo que convenga más al emisor; por otro lado, si se pide un aseguramiento a firme del *underwriter*, entonces es probable que el precio de aseguramiento se reduzca en la cantidad suficiente para reflejar el mayor riesgo asumido por los *underwriters* (pues no se

conoce todavía la demanda real de los inversionistas), lo que finalmente perjudica al emisor.

En la actualidad, el precio usualmente se fija después de conocida la demanda por los valores, de manera que refleje con mayor certeza su escasez relativa en el mercado.

La Subasta Holandesa.- Esta modalidad consiste en la construcción de un Libro de Demanda, en el que se registran las órdenes de compra de los inversionistas indicando precio y cantidad. Al finalizar el periodo de colocación se cierra el Libro de Demanda y se determina como precio de salida de la emisión aquel que equilibra demanda y oferta⁴⁷.



P^c es el precio de salida del valor, pues a ese precio oferta y demanda se equilibran. A dicho precio se asigna Q_A al inversionista A; $Q_B - Q_A$ al inversionista B; $Q_C - Q_B$ al inversionista C; así sucesivamente hasta colocar el íntegro de los valores materia de emisión.

En este caso los valores se asignan directamente a todos los que ordenaron comprar los valores a un precio igual o superior al precio finalmente fijado.

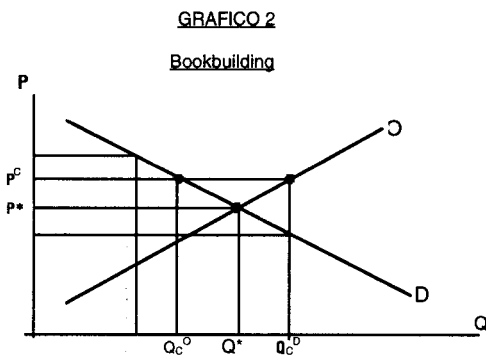
Si bien esta modalidad brinda una mayor flexibilidad respecto de la anterior, su desventaja es que está diseñada para colocar toda la oferta, lo que impide dejar demanda insatisfecha necesaria para asegurar un adecuado mercado secundario del valor.

Construcción del Libro de Demanda (Bookbuilding).- Otra alternativa para la fijación del precio y la asignación de los valores, actualmente más utilizada en los mercados internacionales, es la denominada simplemente construcción del Libro de Demanda o *bookbuilding*.

La mecánica es muy similar al caso anterior; sin embargo, en este caso el precio de salida se fija usualmente por debajo del precio de equilibrio de oferta y demanda, a fin de generar una sensación de escasez (demanda insatisfecha) que permita un com-

⁴⁷ En el lenguaje económico, este precio es el "precio vaciador" del mercado.

portamiento adecuado del precio del valor en el mercado secundario inmediato posterior a la oferta. Si bien esto puede significar menores ingresos para el emisor, la ventaja es que permite un adecuado *aftermarket*.



En este caso, el precio de salida de la emisión es P^c , por encima del precio vaciador del mercado P^* , con el fin de dejar demanda insatisfecha ($Q_c^D - Q_c^O$) y asegurar un adecuado *aftermarket*. La asignación de los valores a los inversionistas es selectiva.

Otra diferencia con la subasta holandesa es que la sobredemanda generada al precio fijado permite efectuar una mejor asignación de los valores entre los inversionistas, razón por la cual se anotan en el Libro de Demanda las intenciones -y no órdenes- de compra (precio y cantidad) de cada uno de los potenciales compradores.

Tanto en esta modalidad como en la anterior, el precio de salida se determina atendiendo a la demanda generada en cada uno de los tramos y subtramos de la oferta, y a las indicaciones de precio recogidas en el Libro de Demanda. El Libro de Demanda es generalmente administrado por los bancos de inversión líderes de la colocación en cada uno de los tramos (*bookrunners*).

Cabe anotar un aspecto muy importante para el emisor respecto de la asignación de los valores entre el público inversionista. Pueden distinguirse dos niveles de asignación. Un primer nivel de asignación tiene que ver con la distribución de los valores entre los distintos tramos que componen la oferta. Por ejemplo, tratándose de una oferta combinada en el mercado norteamericano y peruano, puede suceder que la asignación inicial de los valores entre cada tramo, indicada para efectos de promoción de la oferta, no se ajuste a la demanda finalmente obtenida en cada tramo: puede ser que la demanda local sea extremadamente fuerte y, por el contrario, la demanda levantada en el mercado norteamericano sea muy débil. Resultaría necesario, entonces,

reasignar los valores entre los distintos tramos a fin de optimizar la distribución de los mismos (*flowthrough*).

Adicionalmente, hay un segundo nivel de asignación de valores al interior de cada tramo. Es probable que algunos de los inversionistas demandantes sean especuladores que van a salir a vender muy rápidamente, aprovechando el descuento que normalmente debe ofrecerse en las ofertas de valores para generar una buena demanda, propiciando un comportamiento indeseado del precio del valor en el mercado secundario. O también puede ser posible que uno de los demandantes sea una empresa vinculada a un grupo económico competidor del emisor, que no sería recomendable como accionista o inversionista de éste. En general, el trabajo de asignación de los valores debe realizarse en conjunto entre el emisor y el banco de inversión que lidera la colocación.

6. LAS PRÁCTICAS DE ESTABILIZACIÓN DEL PRECIO

Muchas veces se piensa que la oferta de valores concluye con el pago del precio y la entrega de los valores. Sin embargo, una de las principales preocupaciones que debe tener presente el emisor es el comportamiento del precio del valor en el mercado secundario, luego de efectuada la colocación inicial. Lo último que quisiera el emisor es inversionistas insatisfechos porque el precio del valor ha caído mucho después de la oferta. Los inversionistas tendrían la impresión de haber sido engañados.

Existen diversas estrategias que permiten afrontar este problema. Sin embargo, debe señalarse que la primera regla para un adecuado mercado secundario posterior es una asignación correcta de los valores a los inversionistas de mediano y largo plazo y no a especuladores⁴⁸.

Otro mecanismo consiste en la realización de prácticas de estabilización del precio del valor. La más común de dichas prácticas es el otorgamiento de una opción de compra (llamada en el argot financiero *greenshoe*) de los valores a favor de los coordinadores globales al precio de salida del valor. Así, en caso de que el precio del valor en el mercado secundario suba por encima del precio de salida, los Coordinadores ejercen la opción de compra de los valores para venderlos y generar una presión a la baja y estabilizar el precio. Por el contrario, si el

⁴⁸ Otra estrategia común se ha adelantado ya en la sección anterior, y consiste en dejar demanda insatisfecha en la colocación para que exista actividad en el mercado secundario.

precio cae por debajo del precio de salida, los Coordinadores Globales deben salir al mercado a comprar, hasta lograr estabilizar el precio. Corresponde al banco de inversión líder de la colocación asumir el compromiso frente al emisor de gestionar el *aftermarket*, destinando para ello suficientes recursos. Este compromiso normalmente se extiende hasta 30 días después del cierre de la operación.

Luego de dicho plazo, los bancos de inversión usualmente se comprometen a mantener un mercado secundario activo a través del seguimiento del valor mediante un análisis continuo (*research*) por parte de sus propios analistas.

6. EL CONTRATO DE COLOCACIÓN Y ASEGURAMIENTO (UNDERWRITING AGREEMENT)

La relación entre el emisor y el banco de inversión se formaliza mediante la celebración de un Contrato de Colocación (*Placement Agreement*) o de un Contrato de Aseguramiento y Colocación (*Underwriting Agreement*), dependiendo de las características del compromiso asumido por el banco de inversión.

a. Clases de *Underwritings*: A Firme versus Mejores Esfuerzos

Existen dos modalidades de *underwriting*, principalmente: el "mejores esfuerzos" (*best efforts underwriting*); y el "a firme" (*firm commitment underwriting*).

***Underwriting* "mejores esfuerzos".-** Bajo esta modalidad, el *underwriter* se limita a realizar sus mejores esfuerzos por colocar la emisión (por eso el contrato es simplemente de colocación o *placement agreement*), sin asumir un compromiso de adquirir los valores en caso que la emisión no sea exitosa. En este tipo de *underwriting* es claro que es el emisor quien asume el riesgo de la colocación.

***Underwriting* a firme.-** En este caso, el *underwriter* se compromete a adquirir los valores materia de la oferta, para su posterior recolocación entre los inversionistas a quienes ésta se dirige. Técnicamente, en el *underwriting* a firme (o aseguramiento), el *underwriter* asegura al emisor que va a recibir el dinero de la colocación, pues se compromete a adquirir los valores él mismo, en caso de no existir inversionistas interesados. Por ello se señala que bajo esta modalidad el riesgo de la colocación se transfiere al *underwriter*.

Sin embargo, esto es relativo, pues depende de la sub-modalidad que a su vez adopte el *underwriting*

a firme: i) *overnight underwriting*, o; ii) *hard underwriting*.

En el *overnight underwriting*, bastante común en la práctica norteamericana, el contrato de *underwriting* se firma el día de cierre del Libro de Demanda, **una vez conocida la demanda real del mercado por los valores materia de la oferta**. En tal sentido, el *underwriter* no asume realmente el riesgo de la colocación (probabilidad de que no se genere demanda suficiente en el mercado), sino únicamente el riesgo del mercado (por ejemplo, caída de la bolsa, fluctuaciones significativas del tipo de cambio, quiebra del emisor, o eventos equivalentes que generen un desistimiento masivo de los inversionistas) comprendido entre el cierre del Libro de Demanda y la fecha de confirmación de las intenciones de compra y pago de los valores por los inversionistas.

Más aún, la mayor parte de los *underwriters* exigen la inclusión en el contrato respectivo de cláusulas resolutorias vinculadas a la aparición de hechos extraordinarios en el mercado (*market-out conditions*), que los liberen de su obligación de adquirir los valores. En la práctica, se trata de un aseguramiento *overnight*, pues al día siguiente de la fijación del precio y suscripción del respectivo contrato la mayor parte de las intenciones de compra son confirmadas por los inversionistas.

Por el contrario, tratándose del *hard underwriting*, más frecuente en el mercado europeo, el contrato se suscribe antes de efectuar el Libro de Demanda (por lo tanto, **sin conocer todavía la demanda real del valor**). El riesgo asumido en este caso por el *underwriter* incluye no sólo el riesgo de mercado antes referido, sino el riesgo de que la colocación no sea exitosa y deba comprar la emisión aún en el caso de que no haya inversionistas interesados. Dado que el riesgo en este caso es sustancialmente mayor su costo es también bastante mayor que el *overnight underwriting*.

Existen algunas otras modalidades de aseguramiento, como el aseguramiento parcial, en el cual se asegura al emisor únicamente un porcentaje de la colocación, o el llamado "*stand-by underwriting*", en el cual el *underwriter* se obliga a adquirir la emisión que no pueda ser colocada directamente a los inversionistas. Sin embargo, estas modalidades no son muy utilizadas: en el primer caso porque normalmente los bancos de inversión no desean dar una imagen de debilidad financiera a sus clientes; y en el segundo caso, porque en el fondo puede demostrarse que el *stand-by underwriting* es exactamente igual al *overnight underwriting*, aunque la forma legal de pactar el compromiso sea distinto. En

cualquiera de los dos casos, el *underwriter*, al final del día, asume el compromiso de comprar los valores que no puedan ser colocados directamente a los inversionistas.

Debe observarse también que, en algunos mercados, como el español, se estila también firmar un contrato preparatorio⁴⁹, equivalente a un compromiso de adquisición transitoria que se suscribe antes del inicio del período de colocación y regula las relaciones entre las distintas entidades aseguradoras y colocadoras que intervienen en la operación. Esta práctica, sin embargo, no es utilizada en el mercado norteamericano.

Por otra parte, conviene mencionar que, tratándose de una oferta combinada, es usual que se suscriba un contrato de intersindicación (*Intersyndicate Agreement*) entre las entidades integrantes de cada uno de los sindicatos de colocación constituidos para cada tramo de la oferta, que normalmente regula los trasvases y reasignaciones de los valores desde un tramo hacia otro tramo de la oferta

b. El Contenido del Contrato de Aseguramiento y Colocación

Pero, ¿en qué momento se suscribe este contrato? ¿Qué aspectos esenciales deben tenerse en cuenta al momento de negociar y estructurar el contrato correspondiente? En el caso del *overnight underwriting*, que es la fórmula mayormente utilizada en la práctica internacional, el contrato se suscribe una vez fijado el precio y el tamaño definitivo de la emisión.

El Objeto del Contrato.- El objeto principal del Contrato de Aseguramiento y Colocación es la adquisición transitoria de los valores materia de la oferta por parte del *underwriter*, para su posterior e inmediata recolocación entre el público a quien está dirigida la oferta⁵⁰.

La recolocación de los valores normalmente se efectúa inmediatamente. Es usual que el propio *underwriter* instruya al emisor para que los valores sean transferidos directamente a favor de los inversionistas, evitando así los costos de transacción asociados a una transferencia adicional.

Declaraciones y garantías.- Otras cláusulas típicas de un contrato de este tipo son las llamadas declaraciones y garantías. Es usual que el banco de inversión solicite la incorporación en el contrato de una serie de declaraciones y garantías manifestadas por el emisor respecto de la veracidad de la información contenida en el prospecto de colocación, incluyendo aspectos tales como estados financieros, datos de constitución del emisor, juicios pendientes, etc., y respecto de la validez legal de los acuerdos tomados en relación con la operación.

El objetivo de este tipo de estipulaciones es proteger al banco de inversión de eventuales responsabilidades que pueda asumir frente a los inversionistas en caso de información insuficiente o falsa⁵¹. De esta manera, en caso de que un inversionista interponga una demanda contra el *underwriter* basada en la falta de transparencia de la información proporcionada por el emisor, aquél puede exigir contractualmente a éste que lo mantenga indemne de cualquier perjuicio; es decir, que intervenga en el proceso para salvaguardar los intereses del *underwriter*.

Condiciones para el Cierre.- En el cierre se produce la transferencia definitiva de los valores a los compradores, y se recibe el pago del precio de venta de las mismas, una vez satisfechas todas las condiciones previstas para el efecto en el respectivo contrato.

Las condiciones de cierre usualmente pactadas son de dos tipos: i) presentación de una serie de documentos, tales como *comfort-letter* del auditor contable, opinión legal de los asesores legales del emisor, opinión de los asesores legales del banco de inversión, declaraciones de los principales funcionarios del emisor, etc, y; ii) no ocurrencia de ciertos eventos referidos a la situación de los mercados y/o del emisor, tales como inexistencia de cambios sustanciales en las plazas donde se va a efectuar la colocación de los valores, cambios en la situación económica y financiera de la empresa que afecten la rentabilidad de los valores, etc.

El plazo para el cierre de la operación depende de las prácticas habituales en cada mercado para la liquidación de transacciones⁵². En caso de incumplimiento de cualquiera de estas condiciones, que-

⁴⁹ Denominado también Protocolo de Aseguramiento.

⁵⁰ Por tal razón, el *underwriting agreement* es también denominado *purchase agreement* o *subscription agreement*.

⁵¹ En la mayor parte de legislaciones bursátiles se establece un sistema de responsabilidad por el contenido del Prospecto de Colocación que asigna, en mayor o menor medida, riesgos al banco de inversión. No obstante, como veremos en la siguiente sección, este tema ha sido pobremente tratado en la actual Ley del Mercado de Valores peruana.

⁵² Usualmente este plazo varía entre 3 y 5 días.

da resuelta la obligación del banco de adquirir los valores.

7. RESPONSABILIDAD FRENTE A LOS INVERSIONISTAS

Uno de los aspectos legales más importantes de una emisión es el relacionado con la responsabilidad derivada de la colocación de los valores. Naturalmente, tratándose de inversiones la rentabilidad no está asegurada. Pero, ¿quién responde frente a los inversionistas en caso de que la información contenida en el prospecto sea falsa o incompleta? ¿o en caso de que los acuerdos tomados por el emisor respecto de la emisión de los valores sean nulos?. La transparencia del mercado requiere un sistema de responsabilidad que regule adecuadamente el comportamiento de los agentes en este tipo de transacciones.

El objeto del sistema de responsabilidad por el contenido del prospecto.- El objetivo de política legal buscado por un sistema de responsabilidad por el contenido del prospecto es generar los incentivos correctos para que los agentes adopten las acciones destinadas a asegurar que los inversionistas cuenten con información suficiente, veraz y oportuna sobre el emisor y sobre los valores mismos materia de la emisión antes de tomar la decisión de invertir.

El Análisis Económico del Derecho sugiere que, para lograr este objetivo, debe asignarse la responsabilidad por el contenido del Prospecto de Colocación a aquellos actores del mercado que puedan evitar al menor costo este tipo de infracciones.

En este sentido, es frecuente en la legislación comparada⁵³ que la responsabilidad por el contenido del prospecto recaiga principalmente en el emisor y en el banco de inversión líder de la colocación, y en menor medida en los expertos que participen en la operación y en los funcionarios del emisor que suscriban el documento. Sin embargo, el estándar de diligencia y el alcance de la responsabilidad de cada uno de ellos es diferente, en función del grado de certeza que pueden llegar a tener respecto de la información proporcionada.

El estándar de diligencia usualmente exigido al emisor es bastante alto. Normalmente no tiene defensa o causas eximentes de responsabilidad, pues se presume que debe conocer la empresa y los

valores materia de la oferta. Por lo tanto, la responsabilidad del emisor prácticamente se extiende a toda la información contenida en el Prospecto de Colocación.

La responsabilidad del banco de inversión, en cambio, admite la defensa de la diligencia debida. Ello es perfectamente justificable pues en realidad el banco de inversión no tiene por qué conocer con certeza la información proporcionada por el emisor. Lo que sí debe exigirse, entonces, es que haya efectuado todas las acciones ordinarias necesarias para asegurarse que la información contenida en el Prospecto sea correcta y suficiente.

En el caso de los expertos que participen en la operación, su responsabilidad se limita al ámbito de su competencia profesional. En estos casos, usualmente también se admite la defensa de la diligencia debida; es decir, la demostración de haber realizado una investigación suficiente de la empresa acorde con las circunstancias (por ejemplo, consultar cualquier aspecto dudoso con la Administración de la empresa, o con los funcionarios de los organismos regulatorios correspondientes, etc).

a. Sistema Americano (La Defensa de la Diligencia Debida - *Due Diligence Defense*)

En el sistema norteamericano, usualmente se exige la realización de una auditoría legal, contable y financiera del emisor, para demostrar la diligencia del banco de inversión (por ello este proceso se conoce comúnmente como *due diligence*).

El objetivo del *due diligence* es doble: por un lado, permite a los *underwriters* identificar las debilidades y fortalezas del emisor para tener una buena idea de lo que están vendiendo. Un buen análisis de la empresa es lo que va a sustentar la historia de venta que cada *underwriter* le contará a sus respectivos clientes. A su vez, los clientes descansan sobre la calidad del *due diligence* y del análisis realizado por los *underwriters*. El incentivo del *underwriter* para realizar un buen *due diligence*, es pues, bastante fuerte, pues esa seguridad es la que el inversionista va a tomar en cuenta al momento de decidir si invierte o no en el valor materia de la emisión, y en futuras emisiones lideradas por el mismo banco.

Un segundo objetivo de la auditoría es legal: preparar un documento que sirva de defensa y protección del *underwriter* y del propio emisor en caso de una

⁵³ Ver Sections 11 y 12 de la *Securities Act of 1933* (Estados Unidos); artículo 31 del Real Decreto 291/92 (España); y artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores (Perú).

posterior demanda judicial por responsabilidad frente a los inversionistas, conforme se ha explicado en el acápite anterior.

En el caso norteamericano, el inversionista que se sienta afectado puede reclamar al emisor o al banco de inversión correspondiente⁵⁴. El banco de inversión puede plantear en el proceso el *due diligence defense*, con lo cual la responsabilidad se traslada finalmente al responsable final de la falsedad u omisión⁵⁵.

El sistema de responsabilidad plasmado en la legislación española es similar. En este caso, el emisor responde por la información proporcionada al mercado⁵⁶, y también se exige la realización de un *due diligence* por parte de las entidades directoras⁵⁷. La legislación española señala expresamente que el emisor no puede oponer a los inversionistas de buena fe circunstancias o derechos derivados de las auditorías realizadas que no consten en el folleto informativo⁵⁸, con lo que se traslada la responsabilidad al auditor respecto de tales secciones del folleto.

En el fondo, la diferencia entre un sistema y otro es más de forma que de fondo. En tanto el responsable de las diferentes secciones siga siendo el mismo en ambos casos, la diferencia es simplemente de mecánica procesal. El efecto final sobre la calidad de la información proporcionada al inversionista debe ser el mismo.

c. Régimen previsto en el Perú: Necesidad de una mejor regulación.

El régimen previsto en la Ley del Mercado de Valores es bastante confuso y, en consecuencia, genera mayores costos de transacción a los agentes porque deben negociar por la vía contractual lo que debería estar zanjado a nivel regulatorio.

De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores, son responsables solidarios frente al inversionista tanto el estructurador de la operación como el emisor y los

funcionarios de la empresa. Sin embargo, y para empezar, el estructurador es una figura bastante inusual en la práctica de mercado, pues como hemos visto, el encargado de estructurar la operación es normalmente el banco líder de la colocación. Más propio resulta, entonces, asignar responsabilidad por el contenido del prospecto a los colocadores.

En segundo lugar, no parece muy razonable asignar responsabilidades sobre los funcionarios de la empresa, por varias razones: en primer lugar, por una razón práctica, pues la riqueza del funcionario es, con toda probabilidad, sustancialmente menor que la del emisor, por lo que se brinda mayor seguridad al inversionista haciendo responsable al emisor (quien además es quien recibe los beneficios de la transacción). En segundo lugar, normalmente el funcionario pedirá, como ocurre en los mercados internacionales, la contratación de un seguro contra cualquier riesgo de reclamaciones de los inversionistas, trasladando este costo al emisor y, peor aún, generando un incentivo perverso, pues al estar asegurado el nivel de precaución disminuye⁵⁹.

En tercer lugar, los funcionarios de todas maneras son responsables frente al emisor, conforme al Derecho común, por cualquier daño que éstos le causen por un ejercicio negligente de sus actividades, de manera que el incentivo para un comportamiento diligente de todas maneras existe.

Por otra parte, la redacción del artículo ha eliminado también la posibilidad del banco de inversión de interponer la defensa de diligencia debida, lo que resulta absolutamente injustificado considerando que no tiene cómo comprobar con certeza la veracidad de la información proporcionada por el emisor.

8. CONSECUENCIAS DE LA SALIDA AL MERCADO

¿Cuáles son las consecuencias para la empresa de efectuar una oferta pública de valores? ¿Qué obligaciones adicionales debe cumplir?

⁵⁴ Ver Sección 12 de la *Securities Act of 1933* (Estados Unidos).

⁵⁵ Debe tenerse presente que el sistema de protección del banco de inversión se complementa con las declaraciones y garantías del emisor contenidas en el contrato respectivo.

⁵⁶ Ver artículo 21, segundo párrafo, del Real Decreto 291/92.

⁵⁷ Ver artículo 18, numeral 3 del Real Decreto 291/92.

⁵⁸ Ver artículo 21, segundo párrafo, del Real Decreto 291/92.

⁵⁹ Este es un problema común a cualquier mecanismo de seguro como vía para reducir los riesgos asociados a la ejecución de actividades potencialmente dañosas.

Sin duda, la vida societaria de la empresa va a ser distinta luego de salir al mercado, particularmente en el caso de que abra su capital social. Entre las principales consecuencias a tener en cuenta al momento de decidir si efectúa o no una oferta pública de valores podemos indicar las siguientes: sometimiento a la disciplina del mercado, obligaciones de información periódica y relaciones con los inversionistas.

Disciplina del mercado.- Uno de los aspectos más importantes es que la empresa va a ser objeto de escrutinio público por los analistas de las casas de inversión. La teoría de los mercados de capitales eficientes sugiere que cualquier información sobre la empresa debe reflejarse en el precio de los valores cotizados, lo que puede ser a veces favorable y a veces incómodo para los emisores. Sin embargo, reiteramos nuestra apreciación de que la propia disciplina del mercado va a ayudar a mantener una buena gerencia de la empresa.

Obligaciones de Información.- Por otra parte, las empresas deben efectuar, una serie de reportes periódicos a la CONASEV respecto de la marcha de los negocios sociales.

Normalmente este tipo de reportes se refiere a estados financieros, memoria y hechos de importancia.

Relaciones con los inversionistas.- Los inversionistas esperan normalmente que la empresa les dé información relevante, tal como balances, etc., además de tener una línea abierta para que les respondan cualquier consulta o duda que tengan respecto de la marcha de los negocios sociales. Naturalmente, la obligación de la empresa hacia el inversionista depende del título emitido (bonos o acciones, por

ejemplo) y de las propias condiciones de emisión pactadas, pero es natural en los mercados establecer que quien pone su dinero en la empresa tiene derecho a obtener cierto trato especial. En tal sentido, una de las estrategias más comunes para esto es la creación de un departamento dentro de la empresa encargado de atender a estos inversionistas, lo que implica un flujo de recursos y sobre todo una política de apertura y diálogo. No hay nada peor para una empresa con valores cotizados en bolsa que llevarse mal con sus inversionistas.

9. A MODO DE CONCLUSIÓN

La colocación de valores es una alternativa interesante de financiamiento empresarial. Sin embargo, en la actualidad existen pocos emisores en el mercado; sólo las grandes empresas aprovechan realmente las oportunidades que éste brinda, particularmente en la actual coyuntura en la que el exceso de demanda por instrumentos de inversión respecto de la oferta hace bastante atractivos los costos financieros de la captación (no olvidemos que el sistema privado de pensiones ha recibido durante 1997 un flujo de aportaciones mensuales cercano a 50 millones de dólares⁶⁰).

En tal sentido, es necesario corregir deficiencias en la regulación del procedimiento de colocación, tal como se ha indicado en este artículo. La necesidad de efectuar ajustes a la reglamentación vigente y, en su momento, a la propia Ley del Mercado de Valores, es aún más importante en estos momentos en que se observa una clara tendencia hacia un mayor desarrollo del mercado de valores peruano, y en el que puede darse una participación más activa de las empresas medianas y pequeñas en los próximos años.

⁶⁰ Fuente: Superintendencia de AFP's.