

LA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE VALORES

Ezio Piaggio Torre Tagle*

1. CONSIDERACIONES GENERALES

La Oferta Pública Primaria de Valores tiene como objetivo obtener dinero de los potenciales inversionistas, a fin de inyectarlo a favor de la empresa emisora de dichos valores, ya sea para capitalizar a la misma, para incursionar en nuevos proyectos o para sustituir a otros pasivos que sean más onerosos para ésta. En efecto, una oferta pública primaria puede sustituir a la intermediación financiera tradicional, poniendo a disposición de terceros, valores emitidos por sociedades, pero basando sus beneficios en proyecciones futuras, tales como expectativas de venta, flujos de caja o planteamientos estratégicos.

En el presente artículo, Ezio Piaggio Torre Tagle, realiza una detallada explicación del funcionamiento de la oferta pública primaria tomando como base el Acta de Valores de E.E.U.U. de 1933, sobre la cual se sustenta nuestra legislación respecto del tema. Pone especial énfasis en el Principio de Transparencia que debe regir el Prospecto Informativo de Registro y la responsabilidad de los que participan en la elaboración del mismo. Asimismo, explica el funcionamiento de la Defensa por Debida Investigación que asiste a todo aquel a quien se le puede imputar responsabilidad por la inclusión de información incorrecta o imprecisa en la solicitud de registro del valor a ofertarse por medio de una oferta pública primaria.

La Oferta Pública Primaria de Valores (OPP) es una de las actividades que las legislaciones del Mercado de Valores del Mundo se ocupan de regular y legislar de manera precisa y cuidadosa. Esta precisión y cuidado lleva a que los legisladores y entidades reguladoras se ocupen de este tema de una manera multidisciplinaria, es decir sobre la base de diferentes especialidades profesionales, tales como la económica, la legal, y la contable. A nuestro entender, el motivo principal que mueve a los legisladores a legislar dicha actividad, lo constituye el hecho de que en las OPP está de por medio dinero de terceros, ajenos a aquellos que emiten, suscriben transitoriamente, o colocan valores que salen al mercado por primera vez. Como se puede apreciar, una OPP constituye una alternativa respecto de la intermediación financiera tradicional.

En efecto, una OPP es poner a disposición del público en general, valores mobiliarios que se emiten por primera vez, a cambio de dinero, lo cual se lleva a cabo a iniciativa de la voluntad societaria de una determinada persona jurídica, cuyos órganos competentes se encargarán de determinar las principales características de los mismos, tales como su naturaleza jurídica, plazos, tasas de interés y garantías de ser el caso, etc. Esta OPP o emisión primaria se regulará, tal como lo trataremos más adelante, por un contrato de emisión, o el estatuto de la sociedad, dependiendo si se emiten acciones u obligaciones.

En ese orden de ideas, queda claro que una OPP es poner a disposición de terceros, valores emitidos por sociedades, pero que a diferencia de una oferta de

* Abogado. Magister en Leyes en la Especialidad de Asesoría Legal para Negocios Internacionales. American University, Washington DC. Graduado en la Universidad de Lima, Lima.

cualquier otro bien, sus beneficios están basados en proyecciones futuras tales como expectativas de ventas, flujos de caja, o planeamientos estratégicos.

Pero la voluntad societaria referida anteriormente no será suficiente para realizar una OPP, pues se requiere que esté acompañada de determinados requisitos de información que se debe poner a disposición del público al que están dirigidos los valores materia de la OPP. Señalan Fox, Hillman & Langevoort, en su libro sobre Regulación del Mercado de Valores¹: “Las Leyes del Mercado de Valores existen debido a la particular necesidad de información que requieren los inversionistas”.

Así, queda claro que las normas del Mercado de Valores, y en especial aquellas que regulan las OPP, protegen jurídicamente el derecho de los inversionistas a saber qué es lo que se les está ofreciendo, y por ende qué es lo que van a adquirir, así como los riesgos inherentes a los bienes ofertados.

A lo largo de este artículo se notará como el Principio de Transparencia o de *Full Disclosure*, como se denomina en idioma Inglés, es el principio medular que rige las OPP, y el Mercado de Valores en general, pues como tácitamente lo permiten las normas de dicha especialidad, no interesa qué es lo que se pretende vender; sino que se diga y se estipule fehacientemente qué es lo que en realidad se vende, y cuáles son los riesgos para los adquirentes de los valores materia de una OPP. Tan cierta es la referida tácita permisibilidad, que en otros países del mundo existen bonos de alto riesgo denominados bonos basura.

Cabe destacar que la Ley del Mercado de Valores (LMV) vigente, establece en su artículo 53: “Es Oferta Pública Primaria de Valores, la Oferta Pública de Nuevos Valores que efectúan las personas jurídicas”.

Como se puede apreciar, la característica fundamental de una OPP, para nuestra legislación es la creación de nuevos valores, es decir, dar existencia a éstos por primera vez, y que sean emitidos por entidades con personería jurídica.

En cuanto al objetivo de una OPP, se debe destacar que ésta sirve para obtener dinero de los potenciales inversionistas, a fin de inyectarlo a favor de la empresa emisora de los valores, sea para capitalizar a la misma, para incursionar en nuevos proyectos, o sustituir otros pasivos que sean más onerosos para ésta. Como se puede observar, una OPP puede sustituir a la interme-

diación financiera tradicional, es decir al mutuo de dinero obtenido de los bancos.

Antes de entrar a analizar las OPP, es conveniente referirnos previamente a la definición que la misma LMV tiene para el término Oferta Pública en general.

El artículo 4 de la LMV estipula que: “Es oferta pública de valores mobiliarios, la invitación adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general o a determinado segmento de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores.”

En contraste, consideramos importante definir lo que es una oferta secundaria y una oferta privada de valores, para que así el lector pueda tomar nota de las diferencias existentes entre las OPP y aquellas mencionadas en este párrafo. Para ello nos serviremos de las definiciones comprendidas en la LMV vigente.

Conforme al artículo 5 de la LMV, las ofertas serán privadas cuando no estén comprendidas dentro de la definición de OPP dispuesta por la misma ley, y cuando, sin utilizar medios masivos de difusión: (i) se dirige la oferta a inversionistas institucionales, es decir especializados, sin que éstos puedan transferir dichos valores a terceros durante un plazo de 12 meses contados desde su adquisición, salvo que los tome otro inversionista de las mismas características o se inscriba el valor en el Registro del Mercado de Valores; y, (ii) se coloquen valores mobiliarios cuyo valor nominal o de colocación unitario, (teóricamente el valor de colocación puede ser igual, por debajo o por encima del valor nominal), sea igual o superior a \$/. 250,000.00, en cuyo caso los valores no podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.

Como se desprende de la definición anterior, las características que definen una oferta privada son: (i) no se utilizan medios masivos de difusión; y, (ii) el valor nominal o de colocación de los valores.

Cox, Hillman y Lagevoort al respecto dicen: “Una colocación privada es la venta directa de valores mobiliarios a favor de un número limitado de renombrados inversionistas - podrá ser uno solo -, por lo general compañías de seguros, y fondos de pensiones. Los términos de la oferta son negociados directamente con los compradores o inversionistas, lo que elimina la actuación de agentes aseguradores o *underwriters*.”²

¹ Fox, Hillman & Langevoort: “*Securities Regulations-Cases and Materials*”. Little Brown & Co.p. 1

² Cox Hillman & Langevoort, Op. Cit.p.1.

Por lo general, este tipo de oferta se lleva a cabo cuando el público objetivo de la oferta se reduce a un universo muy concreto y cuando la cantidad de valores a ofertarse no es significativa.

Por otro lado, tenemos la definición que el artículo 64 de la misma LMV le otorga a las ofertas secundarias. Dice la norma que serán Ofertas Públicas Secundarias aquellas que se efectúan sobre la base de transferencias de valores previamente emitidos y colocados, es decir, respecto de valores que ya existen en el mercado.

Dada la participación de distintos agentes en las OPP, consideramos oportuno explicar brevemente cuál es el rol de cada uno y cuál es la mecánica en este tipo de oferta.

En primer lugar, debe existir una sociedad que esté dispuesta a emitir o colocar valores, debido a que sus accionistas o la misma sociedad desean captar dinero del mercado según sea el caso.

Por lo general, este potencial emisor contactará a un banco de inversión, quien será referido más adelante como el agente estructurador, a fin de que le diseñe la operación, es decir, que precise la naturaleza de los valores a colocarse, determine la tasa de interés más conveniente si se trata de obligaciones, participe de la redacción del prospecto informativo y sugiera la mejor manera de colocarlos o venderlos a los inversionistas.

Asimismo, podrá o no intervenir un agente asegurador o *underwriter*, quien podrá suscribir un contrato de adquisición transitoria con la sociedad emisora de los valores a ofertarse, con la finalidad de adquirir del emisor, a un precio con descuento, los valores materia de la OPP, para venderlos a ese mismo precio más una ganancia o *spread*. La intervención de estos especialistas garantiza de cierta forma la obtención de recursos a favor de la empresa emisora de los valores, sin perjuicio del prestigio que le dan a la emisión.

Por último, tendremos la intervención del agente colocador o *broker*, quien conforme a nuestra legislación deberá ser una sociedad intermediaria de valores debidamente autorizada para ello, quien se encargará de efectuar la venta directa de los valores que sean ofertados a través de una OPP.

Cabe señalar que conforme al artículo 50 de la LMV las OPP se deben realizar a través de agentes de intermediación, a excepción de los instrumentos de corto plazo, o cuando se autorice por medio de Decreto Supremo refrendado por el Ministro de Eco-

nomía y Finanzas en casos de transacciones realizadas por inversionistas institucionales.

Resulta interesante mencionar como es que la legislación de los EE.UU., se ocupa del tema.

La Sección 5 del Acta de Valores 1933 de los EE.UU., estipula en un lenguaje *contrario sensu* cuáles son los requisitos básicos a fin que se pueda llevar a cabo una OPP.

En efecto, dicha norma señala lo que está prohibido hacer, a nivel federal, con relación al ofrecimiento público de valores mobiliarios, a menos que se hayan cumplido con determinados supuestos incluidos en la referida Sección.

Así, la referida Sección 5 del acta de Valores de los EE.UU. señala que, a menos que se haya registrado una valor mobiliario, será ilegal para cualquier persona directa o indirectamente, utilizar cualquier método de transporte o comunicación interestatal, incluido el correo, para vender valores mobiliarios a través de un prospecto o cualquier documento similar, o llevar consigo los valores para venderlos o entregarlos después de su venta.

Asimismo, se estipula que será ilegal para cualquier persona utilizar los medios referidos en el párrafo anterior para transportar o transmitir prospectos relativos a valores mobiliarios cuyo registro haya sido solicitado conforme a la referida Sección 5, a menos que el prospecto cumpla con los requisitos establecidos en la Sección 10 de dicha Acta, es decir que incluya la información consignada en el formato de registro, y que el registro haya sido declarado efectivo.

2. REGISTRO DEL VALOR

Los valores materia de una OPP se deben registrar ante la autoridad administrativa competente a fin de que la colocación de los mismos se pueda llevar a cabo.

El objetivo del registro consiste en que las características del valor a colocarse, así como los antecedentes de la sociedad emisora y la voluntad corporativa queden inscritos ante la autoridad administrativa correspondiente, y así ésta, y los potenciales tenedores de los valores materia de la OPP, puedan hacer valer sus derechos con relación al Principio de Transparencia o *Full Disclosure* que debe existir en las ofertas públicas. Más adelante nos referiremos a dicho principio.

Señala Marc I. Steingberg, en su libro titulado Entendiendo las Leyes de los Valores Mobiliarios: "El propó-

sito del registro es proveer transparencia financiera, así como otra información, sobre la cual los inversionistas podrán evaluar los méritos de los valores mobiliarios a ofertarse.”³

Efectivamente, la única forma de que quede constancia y seguridad jurídica de lo que se afirmó para colocar un valor mobiliario es dejar constancia de ello en un registro público, tal como es el caso del Registro Público del Mercado de Valores reconocido por el artículo 13 de la LMV.

La referida norma estipula: “El Registro es aquel en el cual se inscriben los valores, los programas de emisión de valores, los fondos mutuos, los fondos de inversión, y los participantes del mercado de valores que señala la presente ley, y los respectivos reglamentos, con la finalidad de poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas y lograr transparencia en el mercado. Las personas jurídicas inscritas en el Registro y el emisor de valores inscritos están obligados a presentar la información que la presente ley y otras disposiciones de carácter general establezcan, siendo responsables por la veracidad de dicha información.”⁴

Nótese que la obligatoriedad de suministrar información al registro tiene una naturaleza dinámica, habida cuenta que ello debe ser constante y no sólo al inicio del registro del valor. Este requerimiento de proporcionar información constante al registro tiene como finalidad que los inversionistas puedan conocer la evolución de la sociedad emisora y así formarse un juicio para comprar, vender o mantener determinados valores, ya que las sociedades son susceptibles a constantes cambios respecto de su realidad y sus proyecciones.

Tal es la importancia del registro inicial de un valor, que en los EE.UU., país líder en las normas del Mercado de Valores, existe un cuerpo legal especializado en regular dicho rubro, siendo éste el Acta de Valores de 1933, cuya Sección 5 ya hemos mencionado.

“Pero fue la gran depresión y la caída de los mercados en octubre de 1929, lo que ocasionó el momento político para que el Congreso tome acción a fin de que en el curso de una década produzca una colección de normas conocidas como las Normas Federales de Valores.”⁵

Pero la gran depresión no fue el único motivo, pues a falta de una regulación estricta, el Mercado de Valores se había convertido en frágil e inseguro.

En efecto, agregan Thomas Lee Hazen, en su tratado sobre la Regulación del Mercado de Valores: “A pesar de que la situación económica contribuyó con la caída de Wall Street en 1929, el número de valores mobiliarios fraudulentos en el mercado que contribuyeron con la gran caída no debe ser desestimado”.⁶

En el caso peruano los valores materia de una OPP se deben inscribir en el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV, lo cual está regulado por los artículos 53 al 63 de la LMV.

Complementariamente, esta inscripción de valores también está regulada por el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (El Reglamento), el cual se promulgó en mérito a la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10.

Si bien no es menester ocuparnos exhaustivamente de lo que dicen dichas normas, salvo el contenido del proyecto o versión definitiva del prospecto informativo, dado que dicho documento contiene la información que debe ponerse a disposición del mercado en cumplimiento del Principio de Transparencia que debe existir en las OPP; destacaremos, antes de entrar a analizar detenidamente el contenido que debe poseer el prospecto informativo, tan sólo los aspectos más relevantes que están en la Ley del Mercado de Valores y en la citada Resolución CONASEV, siempre con referencia a las OPP.

En cuanto a la Ley del Mercado de Valores, cabe destacar que la misma, a través de su artículo 54 establece los requisitos para la inscripción de un valor en el Registro correspondiente, señalando que los mismos son los siguientes:

- (i) Comunicación del representante legal del emisor.
- (ii) Documentos referentes al acuerdo de emisión, donde consten las características de los valores a ser emitidos y los deberes y derechos de sus titulares.
- (iii) El proyecto de prospecto informativo.

³ Marc I. Steinberg: “Entendiendo las Leyes de los Valores Mobiliarios”. p. 6.

⁴ El resaltado es nuestro.

⁵ Cox Hillman Langevoort, Op. Cit.p. 14.

⁶ Thomas Lee Hazen: “The Law of Securities Regulation”. Third Edition. p. 6.

- (iv) Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución de la sociedad emisora lo permita.
- (v) Clasificación del valor cuando sea el caso (Obligaciones).

En lo que a la comunicación del representante legal de la sociedad emisora a CONASEV se refiere, con relación a la determinación de llevar a cabo una OPP, no hay mucho que explicar, pues ello tan sólo consiste en presentar una solicitud a dicha instancia administrativa, a fin que de curso a la inscripción del valor. Tan solo cabe destacar que quien se refiera a dicha autoridad administrativa deberá tener suficientes poderes para ello, los cuáles son generalmente delegados por el directorio o junta general de una sociedad al gerente de ésta, a fin de que cualquier modificación o adecuación a los términos y condiciones de la OPP sea más expeditiva, pues en caso contrario tendría que pasar por la correspondiente sesión de directorio o de junta general según sea el caso.

En lo que se refiere a los documentos del acuerdo de emisión, la Ley se está remitiendo a aquellos en los que conste la voluntad societaria, es decir el acta de junta general de accionistas, o de directorio según sea el caso. La exigencia de la presentación de estos documentos en los que conste la voluntad de la sociedad emisora resulta de vital importancia, toda vez que ellos permitirán al ente regulador comparar las características que la sociedad ha acordado asignar a los valores a emitirse con relación a aquellas características detalladas en el prospecto informativo que se ponga a disposición del público en general, previo registro del valor.

Respecto de los estados financieros, tan sólo podemos decir que los mismos se requieren a fin de que quede en los registros de la comisión correspondiente una constancia de la situación económico-financiera de la emisora, debiendo destacar que en el prospecto informativo también se deben incluir.

Sin embargo, y con la finalidad de mitigar en parte el potencial riesgo que una OPP puede conllevar para los inversionistas, nuestra legislación vigente ha incorporado las clasificaciones de riesgo, pero tan sólo respecto de la emisión de obligaciones. Ello consiste en que empresas especializadas tomen en cuenta factores de diversa naturaleza, que podrían influir en la capacidad de re-pago del capital o pago de los

intereses, en los casos de obligaciones emitidas por sociedades. El análisis de esta capacidad de pago se resumirá en una clasificación de riesgo que se expresará mediante una simbología con significados determinados, tales como que la sociedad emisora: (i) refleja alta capacidad de pago de capital e intereses; (ii) al igual que en el caso anterior, existe una gran capacidad de pago de capital e intereses, pero el emisor es susceptible a posibles cambios adversos; (iii) refleja adecuada capacidad para pagar capital e intereses pero con posibilidad a debilitarse por cambios económicos adversos pudiendo incurrir en incumplimientos; (iv) existe riesgo de incumplimiento de pago de capital e intereses en los términos y condiciones pactadas aunque tiene algunas cláusulas de protección para los inversionistas; (v) el emisor está muy próximo a una situación de insolvencia y de no pagar sus deudas; (vi) el emisor no ha cumplido con pagar el capital e intereses según los términos pactados; (vii) no se puede clasificar al emisor por falta de información; y, (viii) la clasificación está suspendida porque hay eventos, dudas, cambios de políticas gubernamentales u otros hechos que no permiten asignar una clasificación.

En lo que a El Reglamento se refiere, tan sólo nos referiremos a la Regla General dispuesta por su artículo 4.

Dicho artículo 4 señala que, para que se puedan llevar a cabo las OPP, éstas se encuentran tan sólo sujetas a cuatro requisitos básicos: (i) la inscripción del valor a ofertar; (ii) registro del prospecto informativo; (iii) entrega del prospecto informativo a los potenciales inversionistas; (iv) en los casos que corresponda, la clasificación del valor a ofertarse.

Como se puede apreciar, con relación a lo dispuesto por la LMV respecto de las OPP, se incorpora el registro del prospecto informativo, y el hecho de que se debe poner a disposición de los potenciales inversionistas dicho documento.

Una vez más destaca el Principio de Transparencia que debe existir en las OPP y, en general, en el Mercado de Valores.

Por último, consideramos importante que debe quedar claro el rol de las comisiones de valores, por lo que citamos una vez más a Steinberg: " El registro de los valores mobiliarios no asegura a los inversionistas contra pérdidas, ni tampoco la autoridad reguladora tiene el poder para desaprobador valores mobiliarios debido a que éstos no tienen méritos suficientes. (...) Asumiendo que existe la debida transparencia, la Comisión no puede denegar o

limitar los valores mobiliarios materia de una venta pública, sea o no que el precio o los términos y condiciones de la emisión sean justos o si la sociedad emisora ofrece un futuro de éxito razonable. Estos factores deben ser evaluados por el inversionista a la luz de la información proporcionada, y si la información ha sido completa y correctamente proporcionada el inversionista asume cualquier riesgo envuelto en la compra de los valores mobiliarios materia de la OPP".⁷

3. PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA O *FULL DISCLOSURE*

El Principio de Transparencia o *Full Disclosure*, es aquel principio en virtud del cual un emisor de valores, a través de una OPP, debe informar correctamente al mercado no sólo respecto de valores que desea colocar o vender, sino también respecto de la realidad de la sociedad emisora, el uso que se le darán a los fondos captados y la manera cómo se venderán o colocarán dichos valores.

Señala al respecto Jennings, Marsh Jr. y Coffee Jr., en su libro de Regulación del Mercado de Valores: "El mercado de valores ha evolucionado significativamente desde 1930, y uno de los aspectos más importantes que se ha desarrollado es la aparición de los analistas del mercado de valores"⁸.

Pero los analistas del mercado de valores no tendrán material para analizar, si éste no es provisto por los emisores como consecuencia del mandato legal de transparencia que debe existir en la legislación correspondiente.

Esta información se plasma en un documento denominado Prospecto Informativo, el cual debe ser puesto a disposición del organismo gubernamental regulador. En el Perú este organismo regulador es la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores – CONASEV- la cual ya ha sido mencionada.

Como resulta fácil deducir, esta obligación de informar de forma transparente al mercado en las OPP, tiene por objeto que los inversionistas realmente conozcan la seguridad o riesgo que implican los valores a colocarse, pues algunos valores podrán traer más seguridad que otros para aquellos inversionistas que los adquieran.

Así indican Cox, Hillman y Langevort: "El prospecto está diseñado para proveer toda la información material necesaria a fin de que los inversionistas puedan plenamente merituar la adquisición de determinados valores; el prospecto es el vehículo para estacionar a los inversionistas tan cerca como sea posible respecto del emisor y de los aseguradores o *underwriters* de la emisión, con la esperanza de que su adquisición no sea inútil o sobrepreciada"⁹.

Complementariamente, y siempre con relación al principio de transparencia que debe existir en el mercado de valores, debemos incidir en que la información que se ponga a disposición de los inversionistas respecto de la OPP debe ser igual para todos, sin que quien tenga la obligación de informar se reserve para sí determinada porción de dicha información para obtener provecho propio, ya que se podría incurrir en la teoría de la Indebida Apropiación de Información, figura ilegal reconocida por la doctrina anglosajona:

"Conforme a la referida teoría, una persona se apropia indebidamente de información, cuando se apropia, rompiendo su deber de fiducia, o algún deber similar basado en la confianza, de información que no es pública, y usa dicha información en una transacción del mercado de valores"¹⁰.

Debemos indicar que esta teoría de la apropiación indebida de información es aplicable en operaciones primarias y secundarias del mercado de valores.

Ahora bien, el artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores, precisa cual es la información básica que debe contener un Prospecto Informativo, a fin de cumplir con el principio de transparencia antes referido.

Esta información, conforme a nuestra legislación es la siguiente: (i) las características de los valores, así como los derechos y obligaciones que otorgan a su titular; (ii) las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto, según sea el caso; (iii) los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas del inversionista; (iv) nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo, entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor; (v) los estados financieros del emisor, con sus

⁷ Steinberg, Op. Cit.p.6.

⁸ Richard W. Jennings Harold Marsh Jr. John C. Coffee Jr.: "*Securities Regulation-Cases & Materials*". 7th Edition.p. 229-230.

⁹ Cox Hillman & Langevoort. Op. Cit.p. 45-46.

¹⁰ Richard Jennings Harold Marsh Jr. John C. Coffee Jr. Op. Cit.p. 996.

notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondiente a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita; (vi) el detalle de las garantías de la emisión, cuando corresponda; (vii) el Procedimiento a seguir para la colocación de los valores; y, (viii) cualquier información complementaria que determine CONASEV mediante disposición de carácter general.

Como ya hemos señalado, habida cuenta de que el principio básico del mercado de valores, y por consiguiente de las OPP, lo constituye el Principio de Transparencia o *Full Disclosure*, el cual es la esencia del Prospecto Informativo, pasaremos a analizar su contenido.

Características de los Valores

Los valores mobiliarios pueden ser de distinta naturaleza jurídica, siendo el caso que se dividirán en: (i) títulos representativos del capital social de la sociedad emisora; (ii) obligaciones -deuda- emitidas por sociedades; y, (iii) cuotas representativas de patrimonios autónomos, los cuales a su vez son administrados por sociedades con personería jurídica.

Pero precisar la naturaleza jurídica de los valores no es suficiente, ya que dentro de cada género de valores mobiliarios podrán existir diversas especies, tal como es el caso, dentro del rubro de títulos representativos del capital social de una sociedad, de acciones comunes, preferenciales sin voto, o convertibles. Asimismo, dentro del rubro de las obligaciones podrán existir bonos, (obligaciones a más de un año), o instrumentos de corto plazo, (obligaciones a menos de un año), o bonos convertibles.

Siguiendo con la idea de detallar las características de los valores a colocarse en el prospecto informativo, siempre en aras del principio de transparencia que debe existir en las OPP, tenemos que a su vez podrán existir distintos valores nominales o precios de colocación; plazos de la emisión en el caso de obligaciones; tasas de interés; monedas en las que se deberán adquirir los valores materia de la OPP y en las que se pagarán los intereses; así como la representatividad de los mismos, pues tales podrán estar representados por anotaciones en cuenta o mediante títulos físicos.

Es así como las diversas características que se han indicado deben constar en el prospecto informativo correspondiente, a fin de que el inversionista tome una libre decisión con relación a los valores que tenga interés de adquirir.

Cláusulas Relevantes del Contrato de Emisión o del Estatuto

Sólo existirá Contrato de Emisión, el cual se debe elevar a escritura pública, en los casos que una sociedad haya optado por la alternativa de emitir obligaciones, sean éstas bonos o instrumentos de corto plazo, convertibles o no. El contenido del Contrato de Emisión está regulado por la Ley General de Sociedades (LGS) y por la LMV. Por un lado tenemos que el artículo 308 de la LGS señala lo que debe contener el referido contrato, mientras que la LMV a través de su artículo 88 hace lo propio.

Por otro lado, en cuanto a las cláusulas relevantes del estatuto social, la ley exige la inclusión de las mismas en el prospecto informativo, toda vez que para el inversionista debe estar claro cuál es el objeto social del emisor, cuál su organización interna, la participación del directorio, etc.

En cuanto al mandato legal de consignar en el prospecto informativo la información relevante del contrato de emisión, se debe a que si bien dicho contrato establece los derechos y obligaciones de los tenedores de los bonos o instrumentos de corto plazo, éstos no intervienen en el referido contrato, pues éste sólo debe ser suscrito por la sociedad emisora y el representante de los obligacionistas.

Así con la aparición de las referidas cláusulas, tanto estatutarias como del contrato de emisión, en el prospecto informativo, se pone a disposición del público inversionista detalles que debe conocer en su condición de potencial adquirente de valores mobiliarios a través de una OPP.

Factores de Riesgo para los Inversionistas

Toda tenencia de valores mobiliarios implica la asunción de potenciales riesgos, los cuales pueden o no estar mitigados de alguna manera con la constitución de garantías específicas, reales o bancarias, en el caso de emisión de obligaciones, o con derechos subyacentes tipo *put* o de re-compra, en el caso de acciones, que impliquen poder exigir la re-compra de los valores por parte del emisor, ante la eventualidad que el precio de cotización de éstas descienda por debajo de su valor de colocación.

Pero lo interesante de esta exigencia, es que los inversionistas conozcan claramente del propio emisor y del agente estructurador, pues recordemos que todos ellos participan de la redacción del prospecto informativo, las posibles eventualidades que pueden

sucedir en el entorno económico, político y hasta climático, que puedan afectar la rentabilidad de los títulos a colocarse, y la posibilidad de la sociedad emisora para pagar dividendos o intereses, tal como ha sucedido con empresas afectadas indirectamente por la crisis internacional o con empresas emisoras de valores sujetas a cotizaciones internacionales de su materia prima o sus productos finales, o cuya materia prima es totalmente incierta como en el caso de la actividad pesquera.

Al incluir en el prospecto informativo, de manera responsable, estos riesgos, un potencial inversionista podrá evaluar su riesgo y determinar si toma o no posición con relación a valores emitidos sobre la base de una OPP.

Nombre y Firma de las Personas Responsables de la Elaboración del Prospecto Informativo, Entidad Estructuradora o su Representante, en su caso, así como del Principal Funcionario Administrativo, Legal, Contable y de Finanzas del Emisor

Esta obligación está dispuesta por el Inciso d) del artículo 56 de la LMV, norma por la cual se precisa quiénes deben suscribir el prospecto informativo.

La selección por parte del legislador de las personas que deben intervenir en el prospecto informativo es amplia pero no completa, ya que somos de la opinión que, al igual que lo dispone la legislación del caso en los EE.UU., el prospecto informativo también debería ser suscrito por la mayoría de los directores de la sociedad emisora.

En efecto, así debería ser, máxime si el artículo 172 de la Ley General de Sociedades señala que el directorio tiene la representación legal para la administración de la sociedad, siendo el caso que una emisión primaria de valores que se coloquen a través de una OPP, tendrá sobre la sociedad una influencia en lo que a su administración se refiere, ya que eventualmente se tendrían que pagar dividendos en favor de más acciones, o se tendría que servir una deuda producto de una emisión de obligaciones.

Adicionalmente, con la intervención en el prospecto informativo por parte de los directores de una sociedad, existiría un filtro complementario respecto de la información consignada en el referido documento.

Como ya lo hemos dejado entrever a lo largo de este artículo, el prospecto informativo es el documento en

virtud del cual se presentan al público inversionista los valores materia de la OPP, así como al emisor de los mismos. En tal virtud, las aseveraciones que se incorporen en dicho documento deberán ser lo más exactas posibles, dado que la decisión para invertir o no en estos valores se basará en el referido documento.

Pero no es suficiente incorporar datos y aseveraciones en un documento de tan connotada importancia como la tiene el prospecto informativo, sin que alguien sea responsable de ello. En tal sentido, y tal como lo analizaremos más adelante, el artículo 60 de la LMV asigna las responsabilidades del caso.

Es interesante destacar que las Secciones 11 y 12 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU., tratan sobre las responsabilidades civiles por incorporar datos falsos en la solicitud de registro de un valor mobiliario, de un prospecto informativo y de comunicaciones en general, siempre con relación a una OPP.

La Sección 11 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU., enumera a quienes asumen responsabilidad en una OPP, estableciendo que éstas personas son: (i) cualquiera que haya firmado la solicitud de registro; (ii) los directores de la sociedad emisora al momento de presentar la solicitud de registro de los valores; (iii) todo aquel que con su consentimiento es nombrado en la solicitud de registro en calidad de futuro director, o de similar investidura; (iv) cualquier profesional, contador, técnico o experto, que con su consentimiento es nombrado en la solicitud de registro, y que certifique cualquier parte de la misma; (v) todo aquel que actúe como agente asegurador o *underwriter*.

Pero para entender las implicancias de la responsabilidad de los suscriptores de un prospecto informativo, conviene detallar algunos de los aspectos más relevantes del caso judicial conocido como *Escott v. BarChris Construction Co.*, 283 F. Supp. 643,¹¹ acontecido en la década de los 60, el cual trata de una acción legal interpuesta a la luz de la Sección 11 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU., es decir, sobre la base de haber incorporado en la solicitud de registro y en el correspondiente prospecto informativo información incorrecta o incompleta respecto del emisor y su entorno.

Más adelante profundizaremos en el caso *BarChris*, cuya decisión judicial sentó una importantísima jurisprudencia vinculante respecto del estándar de cuidado que los participantes en una OPP deben tener a fin

¹¹ Toda la información contenida en este documento respecto de *Escott v. BarChris* ha sido obtenida de *Cox Hillman & Langevoort. Op. Cit.* p. 615-630.

de que no se les pueda imputar responsabilidad respecto de su participación en la información incorrecta o incompleta incluida en los documentos utilizados en una OPP.

Los Estados Financieros Auditados del Emisor, con sus Notas Explicativas y el Respectivo Dictamen Correspondiente a los Dos Últimos Años, Cuando el Período de Constitución lo Permita

Los estados financieros reflejan la situación de un negocio a un momento determinado. Estos son el equivalente a una fotografía, pues nos muestran una situación de algo que tan pronto se concluye o se termina de elaborar o imprimir, ya puede haber variado, en uno u otro sentido.

Sin embargo, en general, la única forma de conocer la real situación de una empresa es a través de su balance general y su estado de ganancias y pérdidas, los cuales forman parte de los estados financieros.

El balance general nos mostrará la situación patrimonial de la sociedad.

El estado de ganancias y pérdidas, nos mostrará, tal como su nombre lo indica si el negocio gana o no dinero.

En cuanto a la obligatoriedad de que los estados financieros que se consignen en el prospecto informativo estén auditados, con sus notas explicativas y su respectivo dictamen, se debe a que la intervención de un tercero profesional como lo es una firma auditora convalidará las cifras que se incorporen en dichos estados financieros. Esta convalidación es una forma de cumplir con el principio de transparencia que debe regir para las operaciones del mercado de valores.

Al respecto Ted J. Fiflis señala en su libro titulado *Temas de Contabilidad para Abogados*: "... la responsabilidad primaria respecto de los récords de contabilidad y respecto de la verificación de los mismos recae en la gerencia de la sociedad. Pero la separación que existe entre la propiedad y el manejo del negocio propia de las sociedades modernas llama a una independiente revisión que debe ser llevada a cabo por auditores independientes. El trabajo de auditoría debe involucrar por lo menos los siguientes aspectos: (i) verificación de la existencia de los hechos reportados, tal como puede ser la existencia de un determinado

inventario; y, (ii) determinación de la aplicación correcta de los principios de contabilidad generalmente aceptados, a los hechos, tal como es valorizar el inventario de la sociedad al menor precio o al de mercado."¹²

Cuando hablamos de una oferta pública de valores, significa que terceros tendrán derechos sobre la sociedad emisora, sea en la propiedad de la misma en el caso de acciones, o en calidad de acreedores en el caso de una emisión de obligaciones, tal como ya lo indicamos en la primera parte del presente artículo. En ese orden de ideas, estos terceros, así como quienes adquieran dichos valores en el mercado secundario, tienen derecho a conocer la situación patrimonial de la sociedad emisora, así como su marcha financiera, a fin de tomar sus decisiones de inversión, lo cual podrán conocer a través de los estados financieros auditados de la sociedad.

El Detalle de las Garantías de la Emisión

Una colocación de valores, sea a través de una OPP o no, puede o no tener garantías específicas constituidas en favor de los inversionistas que adquieran estos valores.

Las garantías específicas se constituyen por lo general en el caso de emisión de obligaciones, pues a pesar que una emisión de obligaciones está garantizada con el patrimonio de la sociedad, el emisor podrá, con la finalidad de atraer a los inversionistas, constituir una o más garantías específicas, tal como puede ser una hipoteca, prenda o fianza emitida por una entidad del sistema financiero, a fin de que sea realizada ante la eventualidad que no se cumpla con redimir las obligaciones emitidas, o no se cumpla con pagar los intereses o cupones pactados a favor de los inversionistas.

Por su cuenta, el artículo 305 de la Ley General de Sociedades, señala que una sociedad no puede emitir obligaciones por un importe superior a su patrimonio neto, salvo que se haya otorgado una garantía específica, es decir una hipoteca, prenda, o fianza bancaria, entre otras, o en los casos que la emisión se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese sido contratada anticipadamente.

Así tenemos que el legislador ha optado por salvaguardar los intereses de los inversionistas, y de los demás acreedores de la sociedad.

¹² Ted J. Fiflis: *"Accounting Issues for Lawyers"*. p. 84.

Por otro lado, pero menos frecuente en nuestro medio, se podrán constituir garantías a favor de tenedores de acciones que se hayan colocado a través de una OPP, a través de derechos subyacentes otorgados a favor de los tenedores de los valores.

Este tipo de garantía, que es considerada por algunos como un derivado financiero, consisten en derechos incorporados a las acciones, a fin de que éstas tengan que ser necesariamente adquiridas por el mismo emisor a través de algún agente financiero, ante la eventualidad que el valor de cotización de las mismas caiga por debajo de un precio predeterminado. Dentro de este concepto, el inversionista queda garantizado de manera tal que su inversión está asegurada por lo menos hasta un determinado nivel.

El Procedimiento a Seguir para la Colocación de los Valores

Los potenciales inversionistas tienen derecho a conocer, de manera anticipada, la forma como se colocarán los valores materia de una OPP, es decir, la metodología a ser empleada por el agente colocador; ya que dependiendo de la naturaleza del procedimiento a utilizarse, se encarecerán o no dichos títulos.

Antes de entrar a explicar de manera breve las formas más comunes para colocar valores en una OPP, es necesario precisar que los procedimientos de colocación pueden poseer distintas variantes, tales como pueden ser, la manera como se determina el precio final de los valores, la manera como se efectuará la asignación de los mismos en caso exista sobre demanda, la forma como se cancelará el precio de adquisición, etc.

Así tenemos que los procedimientos más comunes a fin de colocar valores a través de una OPP son los siguientes:

- **Oferta a Firme:** Por medio de este procedimiento, el agente colocador informa al público inversionista, a través de medios especializados, una vez inscritos los valores a ofertarse en el registro público correspondiente, que determinados valores se han puesto a disposición de quienes deseen adquirirlos, para lo cual estos últimos deberán hacer llegar sus órdenes de compra dentro de un plazo preestablecido. Por lo general cuando se utiliza esta metodología también se pre-establece el precio de venta, y así los primeros en remitir sus órdenes adquirirán los valores. Esta metodología también puede contemplar que exista un prorrateo en caso de una sobre-demanda respecto de los valores a colocarse. Lo interesante

es que una vez confirmadas las órdenes de los inversionistas por parte del agente colocador ya existe operación. Otra característica es que no existe dentro de este procedimiento, un número mínimo de valores a ser colocados. Teóricamente se podrá colocar tan sólo un valor o la totalidad de los mismos.

- **Oferta Mini/Maxi:** Es aquella oferta pública de valores que se lleva a cabo estableciendo una cantidad mínima y una cantidad máxima de valores a ser colocados. Dichas cantidades serán determinadas arbitrariamente por el emisor. Por lo general, los fondos que se van obteniendo se colocan en una cuenta bancaria de garantía y no son de libre acceso del emisor sino hasta que se cumpla con la colocación del número mínimo de valores deseados. De ser el caso que no se alcance a colocar dicho número mínimo de valores, la oferta queda sin efecto y se devuelven los fondos a aquellos inversionistas que los adquirieron, y se suspende la entrega de los mismos.
- **Oferta Todo o Nada:** Tal como su nombre lo indica, se debe vender el íntegro de la emisión. Ante la eventualidad que no se logren colocar todos los valores materia de la OPP, ésta quedará sin efecto.
- **Subasta Holandesa:** En este tipo de colocación, el emisor solicita que los inversionistas le indiquen la cantidad de valores que desean adquirir y el precio que están dispuestos a pagar por éstos. Una vez cumplido el plazo para que los inversionistas señalen su interés con relación al precio y cantidad de valores que desean adquirir, el emisor establece el precio final de colocación en función al precio máximo en el cual todos los valores materia de la OPP pueden ser vendidos.

Cualquier Información Complementaria que Determine CONASEV Mediante Disposición de Carácter General.

La información complementaria que determine CONASEV mediante disposiciones de carácter general, son los reglamentos que esta Comisión pueda promulgar sobre la base de las resoluciones que conforme a su propia Ley Orgánica constantemente promulga.

4. RESPONSABILIDAD DE LOS PARTICIPANTES EN UNA OPP

Dado que la información que debe estar incluida en el prospecto informativo es producto de la participa-

ción profesional de distintos especialistas, pues como lo indicamos al principio de este artículo, la regulación del mercado de valores es una actividad multidisciplinaria, recaerá responsabilidad en ellos de acuerdo al ámbito de su actividad profesional, tal como señala el artículo 60 de la LMV.

La referida norma a la letra señala: "Son solidariamente responsables con el emisor u ofertante, las personas a que se refiere el inciso d) del Artículo 56, (entidad estructuradora, principal funcionario administrativo, legal, contable, y de finanzas del emisor), **respecto del ámbito de su competencia profesional y/o funcional, frente a los inversionistas**, por las inexactitudes u omisiones del prospecto y no podrán oponer a éstos hechos o derechos, derivados de las auditorías o de los documentos que conforme a dicho artículo deben figurar en el prospecto informativo."¹³

Dicha distinción de responsabilidades tiene sentido, ya que no podremos, por ejemplo, hacer responsable por omisiones en los estados financieros a aquel profesional que suscriba el prospecto informativo cuya especialización sea distinta a aquella.

Sin embargo, no nos queda muy claro el sentido de la última parte del citado artículo 60 de la LMV, la cual ha sido resaltada.

En efecto, de su lectura parecería desprenderse que la intención del legislador habría sido que quienes elaboren un prospecto informativo no tengan ninguna posibilidad de defensa respecto a una imputación de responsabilidad por el contenido del mismo, ya que la norma dispone que estos profesionales no podrán usar como argumento de defensa el resultado de las investigaciones realizadas en los registros de la sociedad emisora.

Pero por primera vez en nuestro medio, y tomando como base la legislación norteamericana, se reconoce un derecho de defensa para aquellos a los que se le puede imputar responsabilidad en la elaboración de un prospecto informativo. En efecto, a través del artículo 17 de El Reglamento, se señala que quienes elaboren un prospecto informativo, a excepción de la sociedad emisora, pueden eximirse de responsabilidad si demuestran que realizaron una investigación en los registros de esta última, de una manera apropiada para las circunstancias, es decir diligentemente, con prudencia, conforme al uso mercantil, y con el cuidado que se pone en los negocios propios.

Por su cuenta la Sección 11 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU., que ha sido la fuente de inspiración del legislador local, expresamente otorga el derecho a quien adquiera valores mobiliarios en una OPP, para demandar civilmente a cualquiera de las personas que hayan participado en la OPP, en los casos que la solicitud de registro, y por consiguiente el prospecto informativo, incluyan declaraciones falsas respecto de aspectos de relevante importancia, o si se omite incorporar información que también sea de la misma naturaleza. Pero esta Sección también establece y reconoce un derecho de defensa, conocido como *Due Diligence Defense*, a favor de aquellos a los que la misma norma hace responsable por su participación en la solicitud de registro, y en la redacción del prospecto informativo, a excepción del emisor propiamente dicho.

Ahora bien, tal como lo indicamos anteriormente, el caso BarChris marcó una importante pauta respecto de la responsabilidad de los participantes en una OPP, así como respecto de los estándares de debida investigación que deben practicar dichos participantes a fin de tener un derecho de defensa ante la eventualidad que algún inversionista, a la luz de la Sección 11 del Acta de Valores de 1933, pretenda cobrar una indemnización por información incorrecta o incompleta en la solicitud de registro de estos valores, la cual debe ser idéntica a aquella incorporada en el prospecto informativo.

Cabe destacar que la Sección 10 de la citada Acta señala que la información que se consigna en la solicitud de registro debe aparecer en el prospecto informativo a ser utilizado en una OPP.

BarChris Construction Co. fue una compañía especializada en la construcción de pistas para *bowling*. Esta compañía recibía de sus clientes letras de cambio las cuales descontaba, y con el producto de dicho descuento ejecutaba sus obras. Pero a esta compañía se le presentaron serios problemas financieros después de haber asumido obligaciones para la construcción de pistas, y haber descontado los títulos que recibió en pago por la construcción de dichas pistas, sin que muchos de éstos documentos hayan sido honrados en su oportunidad. Asimismo, BarChris vendió estos títulos garantizando su venta al comprador en un 100%.

Los problemas financieros descritos en el párrafo anterior trataron de ser superados por BarChris sobre

¹³ El resaltado es nuestro.

la base de recursos captados a través una OPP, cuya solicitud de registro y prospecto informativo, contuvieron una serie de datos falsos y omisiones relevantes, lo cual fue demandado por los adquirentes de los valores mobiliarios materia de dicha operación.

Las referidas incorrecciones fueron básicamente las siguientes: (i) se sobrestimaron las ventas a terceros, ya que algunas de éstas en realidad se llevaron a cabo a favor de empresas cuyo accionariado era totalmente de propiedad de la sociedad emisora sin que ello se haya aclarado; (ii) se informó incorrectamente respecto de los dividendos obtenidos por cada acción; (iii) se sobrevaloraron los activos; (iv) se minimizaron contingencias con terceros, incluida la garantía de las letras de cambio vendidas a terceros; (v) se alteró el estado de ganancias y pérdidas; (vi) no se informó respecto de préstamos a apoderados de la compañía; (vii) no se reveló la verdadera forma en que se iban a utilizar los fondos captados; (viii) no se reveló las deudas impagas de los clientes; (ix) no se reveló el hecho que la empresa emisora BarChris, estaba muy comprometida en el negocio de operar pistas de bowling, cuando su verdadero giro era tan sólo construir las.

Por otro lado, el *Due Diligence Defense* o Defensa por Debida Investigación, es aquel derecho de defensa que asiste a todo aquel al que se le pueda imputar responsabilidad por la inclusión de información incorrecta o imprecisa, en la solicitud de registro del valor a ofertarse por medio de una OPP. Esta defensa la deberá basar el demandado en demostrar que investigó debidamente los registros de la sociedad emisora, al extremo tal que tuvo razones para creer y efectivamente creyó que lo que afirmó y suscribió en los referidos documentos era cierto y preciso. Este derecho de defensa, se consagra a favor de los directores del emisor, los contadores, y los expertos o peritos, incluyendo a los abogados, que hayan participado de la solicitud de registro, así como los agentes aseguradores de la emisión o *underwriters*, a excepción del emisor.

Respecto de los demás participantes que no sean el emisor ni los mencionados en el párrafo anterior, deben basar su defensa en el hecho de que no tuvieron razones para creer y, efectivamente, no creyeron que existían inexactitudes u omisiones, respecto de las afirmaciones de los expertos profesionales o peritos.

Por otro y con relación a las partes de la solicitud de registro y del prospecto informativo cuyo contenido

no sea considerado de naturaleza profesional, todo aquel que haya suscrito dichos documentos así como los aseguradores o *underwriters*, y los directores de la sociedad emisora pueden utilizar la defensa del *due diligence*, en la medida que demuestren que después de una razonable investigación tuvieron suficientes razones para creer que lo que señalaba en la solicitud de registro y en el prospecto informativo era cierto.

Es importante precisar que la misma Sección 11 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU., precisa que los términos Razonable Investigación y Suficientes Razones para Creer, deben ser entendidos como aquellos principios que una persona prudente utiliza para administrar su propiedad.

Nótese así que, el legislador procura que los participantes en una OPP se comporten como si estuvieran administrando sus propios intereses, a pesar de que se trata de los intereses de terceros.

Con relación a las aseveraciones inexactas o incompletas incluidas en el prospecto informativo, el propio emisor de los valores sólo tendrá argumento de defensa si es que: (i) se demuestra que los inversionistas adquirentes de los valores mobiliarios materia de la OPP conocían anticipadamente de las inexactitudes y omisiones de la solicitud de registro y del prospecto informativo; (ii) se demuestra que existió falta de relevancia o importancia respecto de las referidas inexactitudes u omisiones; (iii) prescribe la acción.

Señalan textualmente Cox, Hillman y Langevoort que: "En otras palabras, la carga de la prueba en un *due diligence* recae exclusivamente en los expertos; los demás tienen un derecho calificado de basarse en los esfuerzos de los expertos."

Asimismo dichos autores agregan: "Todos deben investigar, o asumir las consecuencias. Nótese que existen dos etapas en el análisis. Debe haber una investigación y después de dicha investigación no debe haber razón para dudar de la exactitud de la información que se incorpora en la solicitud de registro. Asumir una información incorrecta u omisión puede causar que el demandado sea declarado responsable por el simple hecho de no investigar correctamente. Igualmente el demandado podrá ser responsable en la eventualidad que se haya llevado a cabo la investigación y a pesar de que se tuvieron dudas se prosiguió con la oferta"¹⁴

¹⁴ Cox Hillman & Lavengoort, Ob. Cit Pag 615.

Conviene así revisar la responsabilidad imputada por la Corte Norteamericana respecto de cada participante en la redacción del prospecto informativo y la solicitud de registro en el caso Bar Chris.

El Presidente Ejecutivo: En su calidad de ejecutivo de la empresa conocía de la morosidad de sus clientes. Inclusive participó de la negociación en virtud de la cual se transfirieron letras de cambio a un tercero las cuales garantizó la sociedad en un 100%, habiendo declarado que se encontraban garantizadas en sólo un 25%. Asimismo, se ocupó de negociar con clientes morosos. En ese orden de ideas la Corte señaló que en su calidad de presidente ejecutivo de la sociedad que a su vez había negociado con agentes financieros y clientes morosos no podía alegar que no conocía que existió información falsa y omisiones relevantes en el prospecto informativo, por lo que se le hizo responsable de ello, sin considerar que haya tenido la posibilidad de basar su defensa en el hecho de haber practicado un *Due Diligence*.

El Tesorero: Más que tesorero asumía el papel de gerente financiero, y como tal conoció todos los aspectos financieros de la sociedad. A pesar de que participó de la redacción del prospecto informativo, él estuvo plenamente consiente de lo que se señalaba en tal documento y de lo que se dejaba de lado en el mismo. Su defensa la basó en que nunca había participado en una OPP y por ello no sabía lo que debía o no debía incluirse en la solicitud de registro y el correspondiente prospecto informativo, y que básicamente él confió en sus abogados y auditores. Pero la corte consideró que éste no fue transparente con sus abogados y auditores ya que les ocultó información a ellos. En adición, la Corte lo hizo responsable por haber convalidado cifras incorrectas en el prospecto informativo, las cuales eran conocidas por él.

El Abogado Interno: Actuó como cualquier empleado legal de la sociedad emisora. A pesar de ello aceptó estar nombrado en el prospecto informativo como miembro de la plana administradora de la sociedad lo cual no era cierto. Asimismo, y como abogado, conocía de la delicada posición contractual de BarChris generada como consecuencia de haber suscrito convenios de construcción de pistas de bowling. Además, como abogado fue designado secretario del directorio lo cual lo hacía responsable de las actas societarias en las cuales se incorporaban los pormenores de la marcha de negocio, muchos de los cuales no fueron revelados en la solicitud de registro ni en el prospecto informativo. Pero lo grave para este profesional fue no haber investigado los hechos que con su firma convalidó en la solicitud de registro y en el prospecto informativo. Este profesional que no

llevó a cabo un *Due Diligence Investigation*, no pudo basar su defensa en dicho principio.

Director (1): Antes de aceptar el cargo de director en BarChris, este individuo investigó la situación de la compañía, para lo cual se basó en los informes financieros auditados por una firma de especialistas de su entera confianza. Pero a pesar de que la solicitud de registro ya había sido presentada a la SEC, en el momento que este director aceptó el cargo, éste firmó la última página para una corrección a la solicitud de registro, sin saber ni conocer de lo que se trataba. Pero en continuidad con sus funciones, suscribió junto con otros directores una segunda enmienda a la solicitud de registro, de igual forma que la vez anterior, es decir, sin conocer el contenido de lo que firmaba pero en conocimiento, esta vez sí, que se trataba de una solicitud de registro para una OPP.

La corte esta vez tuvo dos posiciones: (i) por un lado señaló que al no actuar como un experto, confió en las cifras que convalidaron los auditores, que eran de su entera confianza, ya que auditaban los estados financieros del banco del que él era un importante accionista, por lo que no tenía motivos para dudar de ellos; y, (ii) por el contrario, también sentenció que en su calidad de no experto, debió por lo menos leer los documentos que firmaba, lo cual lo hubiera llevado a realizar las investigaciones del caso.

En efecto, la corte concluyó respecto de este director que no había realizado su propia investigación como para basar su defensa en ello, con relación a las incorrecciones y omisiones incluidas en el prospecto informativo, a excepción de las cifras convalidadas por los auditores, respecto de las cuales como ya indicamos, sí fue válido el argumento de la confianza en ellos.

Director (2): Este director pertenecía a la firma de abogados que asesoraba legalmente a BarChris, habiendo firmado la solicitud de registro y el prospecto informativo. Este director fue demandado por convalidar con su firma en el prospecto informativo, información falsa e incompleta, al igual que en el caso de los demás demandados. Pero la Corte en su caso distinguió entre aquella información específica, producto de determinada práctica profesional como es la contable, que un director que sea profesional en leyes no tiene porqué dominarla y, por ende, no tiene capacidad para cuestionarla, ya que su pericia profesional no está orientada a dicha especialidad, de aquella información de índole general como puede ser la contratación de los servicios de la empresa por terceros o los alcances de determinados convenios,

caso éste último, que se encuentra dentro del ámbito de la especialidad profesional de este director.

Dentro del razonamiento anterior, la Corte determinó que este director no tendría que ser responsable por las cifras erróneas de los auditores, pero sí por el resto de la información general que contenía errores de distinta naturaleza. Se concluyó señalando que éste profesional debió haber realizado por lo menos una investigación razonable a fin de poder contar con una defensa basada en su misma investigación, es decir para poder contar con un *Due Diligence Defense*, sobre todo si es que algunas mínimas investigaciones lo habrían puesto en alerta.

Los Agentes Aseguradores o *Underwriters*: La emisión de valores mobiliarios materia del caso BarChris fue asegurada, es decir, que existió una adquisición transitoria previa a la colocación pública. Esta adquisición transitoria fue hecha de manera sindicada, es decir que no lo llevó a cabo un solo agente sino un grupo de agentes.

Pero la debida investigación o *Due Diligence* fue llevada a cabo solamente por el agente asegurador líder, habiendo confiado los demás aseguradores en dicha investigación. Con el detalle que un funcionario del *underwriter* líder aceptó el cargo de director en BarChris, habiendo inclusive firmado las dos enmiendas de la solicitud de registro. Es decir, este *underwriter* debió conocer todos los detalles de la información consignada en el prospecto informativo ya que no solamente posee responsabilidad porque así lo señala la Sección 11 del Acta de Valores del 33, sino porque además tenía un director que había suscrito la información errada en representación de la sociedad emisora.

Resulta interesante en este punto mencionar uno de los argumentos de defensa del *underwriter* líder, fue que la información consignada en el prospecto informativo era de la sociedad emisora y no de ellos.

Dicho argumento se complementó con un principio válido en el Estado de Nueva York, el cual estipula que el director de una sociedad puede confiar en la información proporcionada por sus ejecutivos. *Litwin v. Allen*, 25 N.Y.S.2d. 667. Esta teoría se fundamentó en lo sentenciado en *Dovey v. Cory APP. Cas. 477, 486*, en el sentido que los negocios no podrán continuar si no se confía en aquellos en los que se ha depositado confianza para que atiendan los detalles gerenciales de los negocios.

Pero con relación a dicho principio y la responsabilidad de los *underwriters*, la corte indicó que la misma no

les es aplicable ya que: (i) la ley aplicable en el caso BarChris debe ser la federal y no la del Estado de Nueva York; (ii) la posición de los ejecutivos de la sociedad emisora puede ser contrapuesta a la de los ejecutivos del *underwriter*, ya que los primeros tratarán de inducir a los segundos para que aseguren o adquieran transitoriamente la emisión; (iii) la intervención de *underwriters* en una OPP le da realce a la misma, y como consecuencia de ello los inversionistas pueden acrecentar su interés para tomar posición en la OPP.

Como consecuencia de lo establecido en el párrafo anterior, la Corte sostuvo que los *underwriters* debieron practicar su propia investigación o *Due Diligence*, para poder contar con una defensa, y no suscribir lo que los funcionarios de la sociedad emisora establecieron en el prospecto informativo y en la solicitud de registro, sobre todo si éstas afirmaciones eran de carácter general. Es decir, debieron corroborar dichas aseveraciones.

Los Auditores: La responsabilidad de los auditores fue establecida por la corte en función de la inexactitud de los estados financieros del año 1960.

Para ello la Corte consideró que el punto de discusión debería centrarse en si es que los auditores después de una debida investigación, tuvieron razones suficientes para creer y, efectivamente, creyeron que las cifras financieras de la sociedad emisora eran ciertas.

Pero la conclusión de la corte respecto de la responsabilidad de los auditores fue que, a pesar que no se debe esperar de éstos que hagan un trabajo cuya calidad esté por encima de los estándares de su actividad profesional, sí deben estar, por lo menos, dentro de los parámetros aceptables. En el caso BarChris, fue evidente que: (i) no se procedió conforme a las normas internas de la propia sociedad auditora; (ii) la firma auditora no le dedicó suficiente tiempo a la convalidación de cifras; (iii) al ser interrogados los ejecutivos de la sociedad emisora por la firma auditora, los primeros contestaron con respuestas superfluas. Habiendo quedado satisfechos los auditores con dichas respuestas, siendo el caso que las referidas preguntas merecían respuestas más profundas.

Agregó la Corte que no es de esperarse que las firmas auditoras lleven a cabo auditorías completas en las sociedades que pretendan colocar valores a través de una OPP, pero dado que existían claras evidencias de incorrecciones, se debió profundizar el proceso de *Due Diligence*. Asimismo, agregó que no es suficiente para una firma de auditoría formular simples pregun-

tas, sino que se debe ir a los mismos registros de la sociedad emisora.

Como resultado de todo lo anterior, la corte también estableció que esta firma de auditoría no tenía defensa que se pueda basar sobre el principio de haber realizado una debida investigación.

5. FINALMENTE

Las sociedades pueden entusiasmarse con la idea de captar fondos a través de una OPP, ya que como se mencionó, es una alternativa a la intermediación financiera tradicional. Dicho entusiasmo podría causar que la sociedad emisora, así como los agentes estructuradores, intermediarios de valores, y agentes aseguradores dejen de lado la diligencia con la que se debe consignar la información en el prospecto informativo, lo cual los podría convertir en responsables por los eventuales perjuicios que los inversionistas pudieran sufrir ante la eventualidad que los títulos materia de la emisión pierdan valor. Por ello, somos de la opinión que debe procurarse que los partici-

pantes en una OPP, como en efecto la gran mayoría hace, realicen su mejor esfuerzo para que la información que se ponga a disposición del público en general sea completa, precisa y de fácil entendimiento.

Por su lado los inversionistas, debido a la potencial rentabilidad que los títulos materia de la oferta pueden generar, también podrían entusiasmarse y así participar como adquirentes de títulos en OPPs, sin haber leído y entendido a cabalidad el contenido del prospecto informativo, y de todos los demás documentos que se pongan a disposición del público en general. Esta falta por negligencia podría causar que después de adquiridos los valores, los inversionistas se den con ingratas sorpresas.

Así las cosas, nos permitimos recomendar que los participantes en el diseño y estructura de una OPP sean transparentes con los inversionistas, y que estos últimos indaguen hasta el mismo momento de poner su orden de compra, todos los posibles detalles de la emisión y de la sociedad emisora.