

# La oferta pública de valores

**Fernando Vidal Ramírez**

Profesor del curso "Acto Jurídico" en la Facultad de Derecho de la PUC

## 1. LA NOCION DE OFERTA PUBLICA

La noción de oferta pública de valores está contenida en el art. 5 del Decreto Supremo No. 089-87-EF, de 6 de Abril de 1987, según el cual "se entiende por oferta pública de valores mobiliarios la invitación efectuada mediante la utilización de cualquier medio de publicidad, difusión y correspondencia dirigida al público en general o determinados sectores o grupos específicos del mismo, con el objeto de realizar cualquier acto jurídico destinado a colocar nuevos valores mobiliarios en el público o a negociar los que estén en circulación".

Con la finalidad de precisar la noción, el art. 6 establece que "no se considera oferta pública de valores mobiliarios y se exime del requisito de la autorización por parte de la CONASEV, los actos relacionados con la constitución simultánea de las sociedades anónimas, ni la oferta de acciones que se emitan por concepto de aumento de capital efectuado por sociedades cuando la invitación se realiza por mandato legal o cuando se realiza para que los accionistas ejerzan su derecho de preferencia" y que "no se considera oferta pública primaria la emisión de acciones laborales y su distribución entre los trabajadores de la sociedad, así como tampoco la resultante de la capitalización de utilidades, de reservas, de excedentes de revaluación y de obligaciones u otros casos que no impliquen aporte de capital por el público". Además, conforme al art. 4, tampoco constituyen oferta pública las emisiones primarias de bonos y demás valores del Sector Público, incluyendo en éste a las empresas de derecho público ni a las empresas estatales de derecho privado, pues las emisiones realizadas por estas entidades no requieren de autorización de la CONASEV, no obstante lo cual la negociación en el mercado secundario puede hacerse por los intermediarios bursátiles. Por último, según el mismo numeral, tampoco constituye oferta pública la que se realice por mandato judicial.

De la confrontación de los arts. 5, 6 y 4 aparece

con toda nitidez el significado de oferta pública de valores, por lo que a su noción se puede oponer la de oferta no pública o privada. Así, no constituye oferta pública la emisión de acciones como consecuencia de una constitución simultánea de sociedad anónima, ni la que resulte de aumento de capital cuando la invitación se realice por mandato legal o cuando corresponda a los accionistas ejercer su derecho de preferencia, así como tampoco la emisión de acciones laborales para su colocación entre los trabajadores de la empresa, así como tampoco la que resulte de la capitalización de utilidades, de reservas, de excedentes de revaluación, y de obligaciones y demás casos en que no se realicen aportes del público, ni la emisión primaria de valores del Sector Público ni la que se haga por orden judicial. En consecuencia, se configura la oferta pública cuando se trata de la constitución sucesiva de una sociedad anónima o del aumento de su capital por suscripción pública cuando no cotiza en Bolsa y la emisión de obligaciones, y siempre que se trate, en todo caso, de entidades del Sector Privado.

Por último, conforme al citado art. 5, constituye oferta pública la que se realiza con valores incorporados a la negociación en Bolsa. Sin embargo, tal oferta pública está sujeta a un régimen normativo distinto y que es el que regula las operaciones en Rueda de Bolsa.

## 2. NATURALEZA JURIDICA

Como se ha expuesto, la oferta pública de valores es una invitación dirigida al público mediante la utilización de medios de comunicación y difusión. Se trata, simplemente, de una presentación de valores cuya colocación en el público se pretende. Por ello, la oferta pública de valores, como propuesta dirigida a personas indeterminadas, es una declaración unilateral de carácter receptivo y, por tanto, sin fuerza vinculatoria mientras no se produzca la aceptación, difiriendo, así, de la oferta contractual que legisla el Código Civil.

La manifestación de voluntad del oferente es expresa y puede dar contenido a cláusulas generales de contratación, como ocurre con la emisión de obligaciones (Infra No. 23). Debe tratarse de oferente con capacidad para realizarla (Infra No. 5), ser lícita la finalidad que persigue el oferente y los valores ser susceptibles de ofertarse al público (Infra No. 4). Las normas que rigen la emisión de valores susceptibles de oferta pública han previsto las formalidades que deben observarse.

La oferta pública de valores, además de ser un acto jurídico unilateral, no recepticio, es también un acto nominado, desde que existen normas que le atribuyen nomen juris y establecen su régimen legal. Es también un acto de naturaleza mercantil, pues queda comprendido en la categoría de los actos de comercio (art. 2 del Código de Comercio).

La aceptación genera el entablamiento de la relación jurídica con el oferente, extinguiéndose la oferta respecto del oferente en la medida en que surjan nuevos aceptantes. La naturaleza de la relación jurídica que se entabla depende de las características de la emisión de los valores que hayan sido objeto de la oferta pública y la estudiaremos según se trate de títulos accionarios (Infra No. 12 y No. 18) u obligacionarios (Infra No. 23).

### **3. CLASES DE OFERTA PUBLICA**

La oferta pública de valores puede ser primaria o secundaria. Se considera oferta pública primaria —según el art. 5 del Decreto Supremo No. 089—87—EF— la invitación que tiene por objeto la colocación de valores por primera vez en el público, mientras que la oferta pública secundaria es la invitación que tiene por objeto la negociación de los valores que hayan sido colocados anteriormente. La oferta primaria va dirigida y constituye una operación de mercado primario, mientras que la oferta secundaria es una operación de mercado secundario.

La oferta pública de valores de mayor relevancia es la primaria pues, al contrario de la oferta secundaria, la primaria es un medio de captación de recursos por las entidades emisoras y hace del Mercado de Valores una fuente alternativa de financiamiento empresarial.

### **4. VALORES SUSCEPTIBLES DE OFERTA PUBLICA**

Según el art. 3 del Decreto Supremo No. 089—87—EF, para los efectos de oferta pública “son valores mobiliarios las acciones, obligaciones, cédulas y partes beneficiarias, partes del fundador, los certificados representativos de las opciones y los derechos preferenciales de suscripción y adquisición de los mismos, los certificados emitidos en su representación, así como

los cupones y demás valores transmisibles que confieren a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades de la respectiva sociedad o entidad emisora emitidos en el país. Los valores mobiliarios deberán emitirse por series, con características iguales dentro de cada serie, de manera de conferir los mismos derechos y obligaciones. Los valores mobiliarios deben ser libremente transferibles, siendo nula toda limitación contraria a su circulación, salvo los casos previstos por disposiciones legales expresas”.

De la norma antes transcrita se infiere que sólo pueden ser objeto de oferta pública los valores mobiliarios y que se consideran valores mobiliarios a los títulos accionarios —representativos del capital y laborales—, a los títulos obligacionarios o bonos, a las cédulas hipotecarias y a los certificados de suscripción preferente, reconociéndose la existencia de otros títulos, pues así resulta de la referencia a las “partes beneficiarias”, a los “certificados representativos de las opciones, a los cupones y a las partes del fundador y los demás valores transferibles”.

En relación a las “partes beneficiarias” no entendemos a qué títulos ha querido hacerse referencia y, en cuanto a los “certificados representativos de las opciones y los “demás valores transmisibles”, entendemos que se admite la creación de valores mobiliarios por acto contractual, conforme al criterio establecido por la CONASEV en su Resolución No. 260—84—EFC, de 10 de Agosto de 1984.

### **5. PERSONAS Y ENTIDADES QUE PUEDEN EFECTUAR LA OFERTA PUBLICA**

Conforme al art. 7 del Decreto Supremo No. 089—87—EF, la oferta pública puede ser efectuada por la sociedad o entidad emisora y por los titulares de los valores mobiliarios, disponiendo el art. 8 que debe realizarse a través de los intermediarios del Mercado de Valores, bursátiles o extrabursátiles.

De la norma citada se refiere, entonces, que las propias sociedades emisoras pueden realizar la oferta pública de sus valores. Debe tratarse de sociedades del Sector Privado pues, como hemos visto al analizar su noción, las emisiones de las entidades que conforman el Sector Público no dan lugar a oferta pública.

De la misma norma se infiere que la oferta pública puede ser realizada por personas naturales o jurídicas que intervengan en función de Intermediarios, las que deben recibir el encargo de las sociedades emisoras o de los titulares de los valores que pretenden liquidar sus inversiones. El convenio respectivo puede dar lugar a un convenio de underwriting (Infra No. 7).

### **6. INTERVENCION DE LA CONASEV**

La oferta pública debe ser autorizada por la

CONASEV, correspondiéndole a su Directorio, entre sus atribuciones, otorgarla de conformidad con el inc. f) del art. 11 del Decreto Legislativo No. 198, de 12 de Junio de 1981, que constituye su Ley Orgánica. La falta de autorización, o la modificación no autorizada de las condiciones en que fue aprobada la oferta pública, acarrea sanción pecuniaria, sin perjuicio de la acción penal a que pudiera haber lugar.

La autorización está sujeta a los requisitos que enumera el art. 9 del Decreto Supremo No. 089-87-EF: "a) Que las características de los valores y los términos de su colocación les permitan una circulación que sea significativa y que no cause perjuicio al mercado; b) Que el ofertante elabore, bajo su responsabilidad, un proceso para la oferta pública que contenga la información que determine CONASEV mediante disposiciones de aplicación general<sup>1</sup>; c) Presentación del convenio de colocación de la oferta pública entre el ofertante y el o los intermediarios del mercado de valores; y, d) Los demás que CONASEV determine mediante resolución de carácter general".

El art. 10 pretende darle sumaria y celeridad al procedimiento para obtener la autorización de la CONASEV. Establece que la CONASEV deberá resolver las solicitudes dentro de los 30 días útiles siguientes a la fecha de recepción y que este plazo se suspenderá mientras el solicitante no cumpla con todos los requisitos y que vencido el plazo de 30 días, sin que CONASEV haya emitido resolución, la solicitud se tendrá por aprobada.

Según el mismo art. 10, la autorización para la colocación de la oferta pública tendrá una vigencia máxima de 180 días calendarios y, produce los efectos que precisa el art. 11, esto es, la inscripción automática de los respectivos títulos en el Registro Público de Valores Mobiliarios y la inscripción en las Bolsas de Valores respectivas de la integridad de la serie a la que corresponden los títulos colocados mediante la oferta pública. En relación a este último efecto, las sociedades emisoras quedan obligadas, desde que la CONASEV les autoriza la oferta pública a facilitar a la Bolsa de Valores información anual auditada; sus estados financieros; la Memoria Anual; información financiera no auditada cerrada al 31 de Marzo, 30 de Junio, 30 de Setiembre y 31 de Diciembre de cada año, conteniendo el Balance General, el Estado de Ganancias y Pérdidas, así como el Estado de Cambio en el Patrimonio Neto; e, información sobre los cambios y modificaciones en el capital social, y con respecto a los actos, normas, derechos, contratos, obligaciones y responsabilidades relacionadas a la documentación proporcionada para obtener la autorización para realizar la oferta pública<sup>2</sup>.

Cuando se trate, según el art. 12, de una oferta pública de valores ya emitidos y no inscritos en Bolsa, realizada por el o los titulares de los mismos, corresponde a la CONASEV determinar si la significación del paquete accionario justifica que se proceda a su inscripción en Bolsa o si la oferta puede realizarse en la Mesa de Negociación, sin el requisito de inscripción.

Consideramos conveniente detenernos en las dos alternativas que plantea el art. 12 y en la atribución que le confiere a la CONASEV.

En primer lugar, la de la inscripción en Bolsa. En esta hipótesis, si CONASEV determina que procede la inscripción en Bolsa, debe comunicárselo a la sociedad emisora para que, "si lo estima conveniente", en un plazo de 30 días calendarios modifique su estatuto a fin de crear una subserie con las acciones que han sido materia de la oferta pública y extienda los nuevos títulos, con la advertencia de que de no hacerlo se inscribirá el íntegro de las acciones de la serie a las que correspondan las que fueran ofertadas. Consideramos conveniente manifestar nuestro desacuerdo con procedimiento tan compulsivo, ya que consideramos que la CONASEV no puede ni debe violentar la voluntad de quienes no desean ejercer el derecho a negociar sus títulos en la Bolsa.

En segundo lugar, la hipótesis de la negociación de las acciones en la Mesa de Negociación. Si bien corresponde la determinación a la CONASEV, consideramos inconveniente la negociación de acciones en la Mesa de Negociación por el precedente que pueda quedar sentado, pues este mecanismo no fue concebido para la negociación de títulos accionarios, ya que para él no se exige información que establezca condiciones necesarias para la transparencia del mercado.

## 7. LA OFERTA PUBLICA Y EL UNDERWRITING

La oferta de valores, cuando es primaria, puede dar lugar a una operación de underwriting. Esta es una operación mediante la cual una empresa dedicada a la intermediación financiera o de valores se encarga de garantizar la suscripción de una emisión de valores, total o parcialmente, comprometiéndose a pagar a la entidad emisora la suma pactada y tomando a su cargo la colocación de los valores, sea que se trate de una oferta pública de acciones, para integrar el capital de una sociedad o aumentarlo, o de una emisión de obligaciones.

El vocablo underwriting no es indicativo de la operación a la que se aplica y, según explica Raúl Barrios Orbeagozo<sup>3</sup>, se originó en los principios del segu-

1. Ha sido establecida por Resolución CONASEV No. 108-87-EF/94.10, de 27 de Mayo de 1987.

2. Resolución CONASEV No. 107-87-EF/94.10, de 27 de Mayo de 1987.

3. Barrios Orbeagozo, Raúl: Underwriting, en El Mercado de Valores y el Financiamiento del Desarrollo, pág. 127.

ro marítimo cuando aseguradores\*o tomadores de riesgos sentados en el Lloyd's Coffee House escribían sus nombres bajo el contrato de seguro por el monto del riesgo que asumían sobre el viaje del barco que se aseguraba. Después el vocablo se extendió a operaciones financieras y llegó a ser indicativo de una operación de las características de la que dejamos expuesta.

La utilidad que la operación de underwriting otorga a la sociedad emisora es la de obtener el capital sin esperar la colocación paulatina de los valores; y, para el tomador de la emisión, el diferencial que resulta entre la suma pactada con la sociedad emisora y el precio de colocación de los valores, o, la comisión que pacte por la colocación.

El art. 8 del Decreto Supremo No. 089-87-EF hace referencia a la operación de underwriting cuando establece que puede haber un convenio entre el ofertante de los valores y un intermediario para los efectos de la colocación de una oferta pública primaria en virtud del cual el intermediario garantiza la suscripción transitoria, bien sea por la totalidad o por una parte de la emisión, pudiéndose también convenir sin garantía.

El convenio de underwriting, que el citado art. 8 limita a una cláusula, está comprendido dentro del que celebran el ofertante y el intermediario para la colocación de una oferta pública primaria, impide al intermediario colocador a ejercer los derechos de voto de la serie de acciones cuya colocación le ha sido encomendada, salvo por los valores efectivamente suscritos por el intermediario.

Del análisis del art. 8, parecería que el convenio de underwriting sólo pudiera celebrarse tratándose de acciones. Sin embargo, nosotros consideramos que también puede celebrarse tratándose de obligaciones. Lo que sí resulta del art. 8 es que el convenio de underwriting en relación a una oferta pública primaria sólo puede celebrarse con intermediarios de valores, bursátiles o extrabursátiles.

El underwriting viene a ser, pues, un contrato que recién comienza a recibir nominación en nuestro Derecho Positivo. Se trata de un contrato de prestaciones recíprocas, cuyo objeto es la obligación de colocar la emisión —obligación de hacer— por parte del colocador de los valores y el de pagar la suma pactada —obligación de dar— por parte de la sociedad emisora; si ella consiste en una comisión, el underwriting puede quedar inmerso en el contrato de comisión mercantil, y, si la retribución consiste en un diferencial entre el valor nominal de los títulos y el valor pagado por el tomador de la emisión, asume, entonces, su tipicidad, la cual, como ya hemos indicado, recién ha comenzado su nominación en nuestro Derecho Positivo.

## 8. EL REGISTRO PUBLICO DE VALORES MOBILIARIOS

El art. 8 del Decreto-Ley No. 18302 dispuso la apertura de un Registro Público de Valores Ofertados al Público, habiendo sido reqlamentado recién por el Decreto Supremo No. 576-84-EFC, de 28 de Diciembre de 1984, y en la actualidad por el Decreto Supremo No. 089-87-EF, complementado por la Resolución CONASEV No. 140-87-EF/94.10, de 6 de Agosto de 1987.

El Decreto Supremo No. 089-87-EF ha reiterado que la CONASEV debe llevar un Registro de Valores Mobiliarios para la inscripción de los emitidos por las sociedades autorizadas a realizar oferta pública, precisando que la sola autorización para realizarla conlleva la inscripción automática de los respectivos valores y que los que emita el Estado y las empresas de derecho público y las empresas estatales de derecho privado, también se inscriben, bastando para ello la sola publicación en el diario oficial "El Peruano" de la disposición legal que autoriza la emisión. También se inscriben en el Registro Público de Valores Moviliarios las acciones laborales, dando mérito tal inscripción para su admisión a cotización en Bolsa, pues la inscripción de estos títulos y los demás susceptibles de negociación bursátil deben inscribirse previamente como una condición previa a su admisión a cotización.

Según el art. 19, en adición a las disposiciones que norman la transparencia del mercado, la inscripción en el Registro Público de Valores Mobiliarios obliga, bajo responsabilidad de los respectivos administradores, al emisor y, en su caso, al garante —entendámoslo como la entidad con la que se ha celebrado el convenio de underwriting (Supra No. 7)— de los valores inscritos, a divulgar al público en forma veraz, suficiente y oportuna, toda la información esencial respecto al emisor o al garante, así como aquella que pudiere afectar los valores inscritos, prohibiendo a las sociedades emisoras a adoptar medidas que puedan afectar la libre negociabilidad de los mismos.

El Reglamento faculta a la CONASEV a suspender por un plazo no mayor de 30 días calendarios la vigencia de la inscripción cuando, por causas sobrevinientes, la sociedad transgreda las normas legales o reglamentarias, o "cuando así lo requiera la protección de los derechos de los inversionistas, de terceros o del público en general" y, si al final del plazo de 30 días las causales de suspensión aún subsisten, la suspensión podrá ser prorrogada por plazos sucesivos hasta alcanzar un total de 180 días calendarios. La suspensión de la inscripción, según el art. 20 que venimos analizando, implica la suspensión de la negociación bursátil de los títulos afectados, pero no cancela su inscripción en Bolsa. La disposición, como vemos, trae causales de suspensión de la inscripción en el Registro Pú-

blico de Valores Mobiliarios sin su necesaria precisión para cautelar verdaderamente el derecho de las sociedades emisoras y de los inversionistas, quienes se pueden ver privados de un mercado organizado donde liquidar sus inversiones, pues además introduce, por las mismas causales imprecisadas, la suspensión de la cotización.

El art. 21 enumera las causales por las cuales la CONASEV debe cancelar la inscripción en el Registro, las que se presentan cuando los derechos conferidos a los tenedores de un valor inscrito se hubieren extinguido totalmente, debido a su rescate u otro acto jurídico similar, o, el incumplimiento de las disposiciones legales o reglamentarias por parte del ente emisor fuera mayor a los 180 días de suspensión, o, cuando se comprobare que la información proporcionada es falsa o engañosa. En las dos últimas hipótesis la cancelación de la inscripción obliga a la sociedad emisora a adoptar procedimientos para la protección de los intereses y derechos de los inversionistas afectados por la cancelación, salvo que tales inversionistas titulares de los valores afectados sean directa o indirectamente responsables de la cancelación.

## **I. LA CONSTITUCION DE SOCIEDAD POR OFERTA PUBLICA DE ACCIONES**

### **1. CARACTER CAPITALISTA DE LA SOCIEDAD ANONIMA**

Sin necesidad de recurrir a los antecedentes históricos de la sociedad anónima, es evidente, y fácil de inferir, que se trata de la típica sociedad de capitales. De ahí el enunciado del art. 70 de la Ley General de Sociedades que precisa que "en la sociedad anónima el capital está representado por acciones y se integra por aportes de los socios, quienes no responden personalmente de las deudas sociales" y que el art. 72 enfatice que "para que se constituya la sociedad es necesario que tenga su capital suscrito totalmente, y pagado, por lo menos, en una cuarta parte".

Bajo estas premisas, el art. 75 permite que "la sociedad pueda fundarse simultáneamente en un sólo acto por contrato entre los fundadores o en forma sucesiva por suscripción pública de acciones". Estas mismas premisas son las que conducen a la determinación de los aumentos de capital.

### **2. LA CONSTITUCION SUCESIVA Y LA OFERTA PUBLICA DE ACCIONES**

La constitución sucesiva es contrapuesta a la constitución simultánea, pues en ésta la constitución de la sociedad resulta de un acto único, en el que los fundadores manifiestan su voluntad de constituirla al mismo tiempo que comprometen su aporte y suscri-

ben todas las acciones que representan el capital, mientras que, en la sucesiva, los fundadores promueven su constitución ofreciendo las acciones a la suscripción pública, dando lugar a un acto complejo de cuya naturaleza nos ocuparemos más adelante (Infra No. 4).

Como señala Montoya Manfredi<sup>4</sup>, la fundación sucesiva o por suscripción pública se utiliza en los casos en que es necesario poner en movimiento ingentes capitales para poder llevar adelante grandes empresas, recurriendo a sectores numerosos de inversionistas, porque quienes proyectan la formación de la sociedad no están en condiciones de cubrir el capital necesario. De ahí que consideremos nosotros que la oferta pública de acciones, con la finalidad de formar el capital de una sociedad, es siempre una oferta primaria, pues sólo puede ser dirigida al mercado de emisiones o mercado primario.

La Ley General de Sociedades, en su art. 79, precisa que "la sociedad se puede constituir por suscripción pública a base del programa redactado por los fundadores", normando a continuación los requisitos, formalidades y procedimiento para la constitución de la sociedad, complementados con las normas de la oferta pública.

### **3. PROCEDIMIENTO PARA LA CONSTITUCION**

La constitución por el procedimiento de oferta pública es un proceso que se inicia con la redacción del Programa de Fundación y la solicitud de autorización a la CONASEV y culmina con el otorgamiento de la escritura de constitución de la sociedad y su inscripción en el Registro Mercantil.

#### **a) El Programa de Fundación**

A los fundadores, conforme al art. 79, les corresponde redactar el Programa de Fundación en base al cual se inicia el procedimiento de oferta pública conjuntamente con la autorización que debe solicitarse y obtenerse de la CONASEV (Supra No. 6).

El Programa de Fundación debe dar contenido a la información que precisa el art. 80 y, antes de depositarse en el Registro Mercantil y darse a publicidad, debe haberse obtenido la autorización de la CONASEV. Para este efecto, debe estarse a lo que dispone la Resolución CONASEV No. 106-87-EF/94.10, de 27 de Mayo de 1987.

#### **b) La suscripción de las acciones**

Obtenida la autorización de la CONASEV y dado a publicidad el Programa de Fundación, se inicia el proceso de suscripción de las acciones, de conformidad con el plazo y las condiciones que se han previsto en el Programa. La suscripción debe hacerse

4. Montoya Manfredi, Ulises: "Derecho Comercial", T. I, págs. 188 y 189.

constar en un formulario, el que debe tener el contenido precisado por el art. 82 de la Ley General de Sociedades.

La suscripción de las acciones, según dispone el art. 83, no puede modificar las condiciones del Programa y debe realizarse dentro del plazo fijado en éste, previo pago de por lo menos un 25 o/o del importe de dichas acciones, todo lo cual debe ser informado a la CONASEV.

#### **c) La Asamblea de Suscriptores**

Concluido el proceso de suscripción de las acciones o vencido el plazo establecido en el Programa de Fundación, el art. 84 dispone la realización de la Asamblea de Suscriptores en el lugar y fecha señalados en el Programa o, en su defecto, en la convocatoria que hagan los fundadores. El plazo para la convocatoria no podrá exceder de 6 meses contados a partir del depósito del Programa en el Registro Mercantil. Los fundadores efectuarán la convocatoria con una anticipación no menor de 15 días, en la forma prevista en el mismo art. 84.

La Asamblea, según el art. 87, tiene competencia para deliberar y resolver sobre el cumplimiento de las condiciones exigidas para la constitución de la sociedad; la aprobación de las gestiones realizadas por los fundadores; la aprobación del estatuto de la sociedad; la aprobación del valor que se haya dado a los aportes no dinerarios; nombrar a las personas encargadas de la administración de la sociedad; y, la designación de los que deben otorgar la escritura de fundación. Los acuerdos deben constar en acta que debe ser extendida según las formalidades prescritas en la ley.

#### **d) Otorgamiento de la escritura constitutiva e inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil**

En el plazo de 30 días, luego de celebrada la Asamblea, el art. 89 dispone que las personas designadas deben proceder a otorgar la escritura pública constitutiva de la sociedad, con sujeción a los acuerdos adoptados e insertándose la resolución autoritativa de la CONASEV. Luego, de conformidad con el art. 90, debe procederse a la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil.

### **4. NATURALEZA JURIDICA DE LA CONSTITUCION SUCESIVA**

Ya al ocuparnos de la oferta pública de valores nos hemos detenido en la consideración de su naturaleza jurídica (Supra No. 2). Siendo la constitución sucesiva una oferta pública, concreta, referida a la integración del capital de una sociedad, que, luego de cumplidas las formalidades de ley adquiere existencia jurídica, consideramos oportuno también analizar su naturaleza jurídica.

Se trata de una oferta pública a que personas determinadas le han dado ya su aceptación, por lo que

se constituye en una operación jurídica completa que se ha desenvuelto, como hemos visto, en varias etapas, y que genera una variedad de relaciones jurídicas. Deviene en un acto plurilateral, que genera la participación de una multiplicidad de sujetos y del que emergen derechos participatorios, no todos de carácter patrimonial, con sus correlativas obligaciones. Se trata también de un acto con formalidades prescritas por la ley, de necesaria observancia para que la sociedad pueda alcanzar existencia jurídica. Es, por último, un acto nominado, de naturaleza contractual y de carácter mercantil.

Considerando su naturaleza contractual, en la constitución sucesiva se pone en evidencia la autonomía de la voluntad, pues el Programa de Fundación es sólo un documento preparatorio del contrato social, ya que se refiere de la decisión libre y espontánea de los suscriptores, a quienes asiste el derecho de separación. Y, por último, incorporado el derecho participatorio al título accionario, el titular tiene la libre disposición del mismo pudiendo recurrir a un mercado organizado como el de la Rueda de Bolsa.

### **5. ADMISION DE LAS ACCIONES A LA NEGOCIACION EN RUEDA DE BOLSA**

Concluido el procedimiento de oferta pública, una vez formalmente constituida la sociedad, las acciones quedan expeditas para ser admitidas a la negociación en Rueda de Bolsa. Si la sociedad no lo solicita a la Bolsa, la CONASEV puede ordenarlo de oficio (Supra No. 6).

### **6. CADUCIDAD DEL PROCEDIMIENTO**

Según el art. 91 de la Ley General de Sociedades, hay hechos que producen la caducidad del procedimiento de constitución mediante oferta pública de las acciones, tales como el de no lograr el mínimo de suscriptores o el de no completarse la parte del capital por aportaciones dinerarias, salvo que la Asamblea apruebe su reducción. También se produce la caducidad si la Asamblea resuelve no llevar a cabo la constitución de la sociedad o si la Asamblea no se realiza dentro del plazo de 6 meses contados a partir de la fecha del depósito del Programa en el Registro Mercantil.

Ocurrida la caducidad, los fundadores, bajo responsabilidad, deben, dentro de los 15 días siguientes, dar aviso a los suscriptores, a las instituciones de crédito que hubiesen recibido los depósitos para que los devuelvan, a las personas que hubiesen contratado bajo condición de constituirse la sociedad, y al Registro Mercantil.

Distinta de los efectos de la caducidad, es la responsabilidad solidaria de los fundadores que precisan los arts. 93 y 94 de la Ley General de Sociedades, que configura ilícitos civiles y que pueden, incluso, confi-

urar ilícitos penales, que García Rada<sup>5</sup> ha estudiado considerando las situaciones delictivas que puedan presentarse.

## 7. IMPORTANCIA PARA EL MERCADO DE LA CONSTITUCION POR OFERTA PUBLICA

Como lo hemos indicado (Supra No. I. 5), la oferta pública autorizada por CONASEV da mérito para que las acciones sean admitidas a la negociación en Rueda de Bolsa, lo que permitirá a los accionistas liquidar sus inversiones en un mercado organizado en el que la cotización es el resultado del libre juego de la oferta y la demanda. Este medio de constitución amplía también el mercado por la presencia de nuevos títulos dentro de la gama de los que ya se vienen ofreciendo al inversionista bursátil.

Pero aspecto importante es, y por eso lo relevamos, el de la apertura del capital de las empresas. Sociedad que se constituye por suscripción pública para la integración de su capital es una sociedad que se perfila como abierta y que puede permanecer abierta, contribuyendo a la democratización del capital y a la difusión del accionariado.

## II. EL AUMENTO DE CAPITAL MEDIANTE OFERTA PUBLICA DE ACCIONES

### 1. EL CAPITAL SOCIAL Y SU AUMENTO

El capital de la sociedad anonima, si bien se integra por los aportes de los socios, que pueden ser o no dinerarios, y se representa por las acciones, es, solamente un monto expresado en la contabilidad de la sociedad que no corresponde, necesariamente, a un patrimonio equivalente. Por eso, se distingue el patrimonio del capital social, pues éste es una cifra expresada en la escritura de constitución que resulta de los aportes, mientras que el patrimonio es el conjunto de bienes o de activos de la sociedad en un determinado momento, pues su cuantía no tiene permanencia por los vaivenes a que está sometida la actividad económica de la empresa. Según Montoya Manfredi<sup>6</sup>, el capital es una medida del patrimonio de la sociedad.

El capital social, pues, además de ser un requisito indispensable para la constitución y existencia de la sociedad, debe guardar relación con el patrimonio en razón de que las obligaciones que asume la sociedad son de su exclusiva responsabilidad y no de la de los socios, por lo que los acreedores sólo pueden imputarle sus responsabilidades a ese patrimonio. De ahí, que se procure que el capital guarde equivalencia con el patrimonio y que, de acuerdo con las circunstancias, el capital tenga que ser aumentado o reducido, todo lo cual lo norma la Ley General de Sociedades.

Según el art. 212, el capital social pueden aumentarse mediante nuevos aportes, capitalización de reservas, revalorización del patrimonio o conversión de obligaciones en acciones. Por la finalidad de este estudio, sólo vamos a considerar el aumento por nuevos aportes y mediante la oferta pública de las nuevas acciones.

## 2. EL PROCEDIMIENTO

El aumento de capital supone un acuerdo de la Junta de Accionistas adoptado con el quórum y la mayoría calificada que exige la Ley General de Sociedades pues implica, también, una modificación del Estatuto. Además, conforme lo prescribe el art. 213, es requisito previo que la serie o series emitidas y suscritas anteriormente estén totalmente pagadas.

Cuando se trata de una sociedad con sus acciones cotizadas en Bolsa, el aumento de capital mediante nuevos aportes ya no supone una renuncia de los accionistas a su derecho de preferencia para suscribir las nuevas acciones, que es uno de los derechos que atribuye la acción a su titular y que la Ley General de Sociedades reconoce en el inc. 4o. del art. 109 como un derecho que no puede ser negociado ni desconocido por el estatuto ni por acuerdo de Junta de Accionistas. Con la obligación impuesta a las sociedades por el Decreto Supremo No. 083—EF, de 6 de Abril de 1987, en cuanto a la emisión de los Certificados de Suscripción Preferente se ha viabilizado el ejercicio de este derecho, ya que, materializado en dicho Certificado, o lo ejercita o lo enajena en la Rueda de Bolsa en el plazo que fije el acuerdo de la Junta General de Accionistas, o el Directorio si recibe el encargo, el que no será inferior a 15 días ni superior a 60 días calendarios, contados a partir de la fecha en que los Certificados fueron puestos a disposición de los accionistas, lo que no podrá exceder de los 15 días calendarios desde la celebración de la Junta. Los adquirentes de los Certificados adquieren el derecho a suscribir las acciones correspondientes y vencido el plazo para la negociabilidad de los Certificados se producirá su caducidad, pudiendo, en tal caso, los accionistas originarios suscribir las nuevas acciones en proporción a las que corresponda a su tenencia sobre las que hubieren quedado sin haber sido suscritas.

Cuando se trata del aumento de capital de una sociedad que no cotiza sus acciones en Bolsa, el acuerdo de la Junta de Accionistas de recurrir a la oferta pública de las nuevas acciones sí supone renuncia de los accionistas a su derecho de preferencia, lo que la Ley General de Sociedades permite porque, de no ser así, no habría previsto y normado este medio de aumentar el capital. En este caso, la derogación del derecho de preferencia por el acuerdo de la Junta de Ac-

5. García Rada, Domingo: "Sociedad Anónima y Delito", págs. 152 y sgtes.

6. Montoya Manfredi, T. I. pág. 265.

cionistas sólo debe entenderse respecto de los que votaron a favor del acuerdo, mas no respecto de los disidentes, quienes pueden hacer uso del derecho de separación. En este caso, el procedimiento difiere del de la constitución sucesiva, porque se trata de una sociedad constituída, y se reduce a la redacción del Programa de Aumento de Capital y a la autorización de la CONASEV (Supra No. 6) y se rige por las disposiciones de la Ley General de Sociedades y la Resolución CONASEV No. 106-87/EF/94.10, de 27 de Mayo de 1987.

### **3. NATURALEZA JURIDICA DEL AUMENTO DE CAPITAL POR OFERTA PÚBLICA DE LAS ACCIONES**

El aumento de capital mediante la oferta pública de acciones es también, una operación jurídica completa, aunque no se desenvuelva en etapas tan marcadas como las de la constitución sucesiva (Supra No. 1.3). Sea por haberse adquirido el Certificado de Suscripción Preferente o por aceptarse la oferta, es también un acto plurilateral, que genera la participación de una multiplicidad de sujetos y del que emergen derechos participatorios, pues los sujetos se convierten en los nuevos accionistas de la sociedad. Es un acto con formalidades prescritas y lo es, también, nominado y de naturaleza mercantil.

Consideramos que la relación contractual se genera entre los suscriptores y la sociedad, y no entre los suscriptores y los fundadores, como ocurre en la constitución sucesiva, pues los antiguos accionistas ya han dado creación a una persona jurídica que tiene una existencia autónoma y distinta. Incorporados los suscriptores a la sociedad al formalizarse el aumento de capital, quedan vinculados a los demás accionistas en la relación participatoria propia de la naturaleza del derecho del socio.

### **4. ADMISION DE LAS ACCIONES A LA NEGOCIACION EN RUEDA DE BOLSA**

Al igual que el caso de la constitución sucesiva, formalizado el aumento de capital y emitidas las nuevas acciones, éstas quedan expeditas para su negociación en Rueda de Bolsa (Supra No. 6).

### **5. IMPORTANCIA PARA EL MERCADO DE LOS AUMENTOS DE CAPITAL POR OFERTA PÚBLICA**

Por el hecho de que también los aumentos de capital por oferta pública de las nuevas acciones, por el mérito de la autorización de CONASEV, concluyen con la admisión a la negociación bursátil de las acciones, es fácil colegir la importancia que esta operación tiene para la Bolsa máxime si se toma en consideración lo que hemos relevado en relación a la constitución sucesiva (Supra No. 1.7).

## **III. OFERTA PUBLICA DE OBLIGACIONES**

### **1. LA EMISION DE OBLIGACIONES**

La emisión de obligaciones es un medio de captación de recursos financieros por el que la sociedad emisora no persigue un endeudamiento bancario, sino la utilización del Mercado de Valores como una fuente de financiamiento. Es una sucesión de actos jurídicos y, por ello, una operación jurídica compleja que tiene por finalidad introducir los títulos obligacionarios en el tráfico jurídico o, si se quiere, en el Mercado de Valores.

Al igual que en la constitución sucesiva y en el aumento de capital por emisión de nuevas acciones, la oferta pública de obligaciones se constituye en un instrumento de financiamiento. De ahí, que la Ley General de Sociedades la considere también como una modalidad de aumento de capital, cuando se trata de obligaciones convertibles en acciones y que el Decreto Supremo No. 089-87-EF, en su art. 35, le haya dado la misma finalidad.

### **2. EL PROCEDIMIENTO**

La emisión de obligaciones es un proceso que se inicia con el acuerdo de la Junta de Accionistas y su formalización hasta su culminación con la entrega de los títulos obligacionarios a los suscriptores, fase de la cual se derivan las sucesivas transferencias hasta su rescate por la sociedad emisora, pasando en el intervalo por los aspectos relativos a la protección de los obligacionistas. Requiere, obviamente, de autorización de la CONASEV y tiene también fases bien marcadas. El art. 228 de la Ley General de Sociedades prescribe para la Junta de Accionistas que acuerde la emisión un quórum y una mayoría calificada para la adopción del acuerdo, en el que debe disponerse la solicitud a la CONASEV. Esta debe observar, además de las disposiciones de la Ley General de Sociedades, las de la Resolución CONASEV No. 106-87-EF, de 27 de Mayo de 1987.

#### **a) Formalización de la emisión.**

El acuerdo de la Junta de Accionistas y la resolución autoritativa de la CONASEV son los requisitos previos a la formalización de la emisión. La Ley General de Sociedades prescribe el contenido de la escritura pública, en la que debe intervenir el Fideicomisario e insertarse la autorización de la CONASEV.

Cuando se trata de sociedades anónimas abiertas, el Decreto Supremo No. 089-87-EF ha pretendido simplificar las formalidades, pero no creemos que éstas puedan ser omitidas. El art. 35 se refiere concretamente a la emisión de obligaciones convertibles en acciones, y precisa que la respectiva decisión importa automáticamente el acuerdo de aumento de capital social y que corresponde al Directorio de la sociedad otorgar la escritura de aumento de capital y proceder a la emisión de acciones en la medida necesaria para



atender el pedido de conversión. Sin embargo, como las obligaciones tienen que ser emitidas por un plazo determinado, no creemos que se pueda omitir las etapas del proceso que venimos explicando.

#### b) El Sindicato de Obligacionistas.

La Ley General de Sociedades prescribe un régimen de protección a los obligacionistas y para ello dispone la constitución del Sindicato por el mérito de la inscripción de la escritura de emisión en el Registro Mercantil. Así lo dispone el art. 233, que prescribe, además, que se integran al Sindicato los adquirentes de los títulos conforme los vayan adquiriendo.

#### c) El Fideicomisario.

El Fideicomisario (del latín, *fides*, fe y *commisus*, comisión) es la institución de crédito, por lo general un banco, que recibe el encargo de velar por los derechos de los obligacionistas con las facultades que la Ley General de Sociedades le confiere y las que le confiera la escritura de la emisión y para cuyo cometido deberá nombrar una persona natural.

#### d) La Asamblea de Obligacionistas.

La Asamblea es el órgano de gobierno del Sindicato de Obligacionistas. Por eso, el art. 239 dispone que el fideicomisario, tan pronto como quede inscrita la escritura de emisión, deberá convocar a la Asamblea de Obligacionistas, la que deberá aprobar o desaprobar su gestión, confirmarlo en el cargo o designar a quien habrá de sustituirlo. Le corresponde, además, establecer el Reglamento Interno del Sindicato, ajustándose en lo posible al régimen establecido en la escritura de emisión.

### 3. NATURALEZA JURIDICA DE LA EMISION DE OBLIGACIONES

Como se puede apreciar, el proceso de la emisión de obligaciones es una operación compleja en la que, para desentrañar su naturaleza jurídica, deben analizarse cada una de sus fases. Consideraremos el acto de la emisión en su finalidad de ofrecer al público los títulos que representan a las obligaciones.

En primer lugar, es necesario dejar establecido, desde ya, que la emisión de obligaciones por sociedades anónimas constituye un acto de naturaleza mercantil. Si bien el Código Civil ha incorporado a sus normas los contratos de compra-venta, permuta, mutuo, depósito y fianza de naturaleza mercantil, derogando las disposiciones del Código de Comercio, de otro lado, al no legislar sobre las sociedades civiles y al haberse dispuesto que se les legislara conjuntamente con las sociedades mercantiles, dándose lugar a la Ley General de Sociedades, no ha alterado la naturaleza mercantil de la emisión de obligaciones pues ésta

sigue siendo considerada como un acto propio de las sociedades mercantiles y, más concretamente, de las sociedades anónimas. Además, si bien el Derecho Comercial va tomando nuevos rumbos en su evolución<sup>7</sup>, la vigencia de nuestro Código de Comercio de 1902 —derogado en buena parte de su articulado y en otras en desuso, pero la desuetudo no es derogatoria— mantiene la noción de acto de comercio contenida en el art. 2, categoría dentro de la cual continúa la emisión de obligaciones.

Pero para desentrañar la naturaleza jurídica de la emisión de obligaciones no basta dejar establecido que se trata de un acto de naturaleza mercantil. Es necesario, además, y fundamentalmente, determinar cuándo queda perfeccionada o cumplida la emisión, aunque para ello deba penetrarse en un campo intrincado y controvertido de la doctrina.

El requerimiento de recursos puede conducir a la emisión de obligaciones para su capacitación. La sociedad emisora se obliga por el monto de la emisión a pagar intereses y a ofrecer otros beneficios para recaudar el capital requerido, cuya devolución deberá efectuar en los plazos, modalidades y condiciones previstas en el instrumento con el que ha formalizado la emisión. La emisión de obligaciones se presenta, así, como un acto complejo, del que puede desgajarse con relativa facilidad lo que concierne al documento que contiene cada una de las fracciones de empréstito. Dicho documento, por ser representativo de un derecho creditorio, y estar destinado a la circulación, se constituye en un verdadero y genuino valor mobiliario, constituyéndose, además, en uno de los efectos de la emisión de obligaciones.

Pero el desentrañamiento de la naturaleza jurídica de la emisión de obligaciones no está referido a esclarecer los caracteres del título-valor, sino a la operación, o más bien conjunto de operaciones, que le sirven de causa y de las cuales deriva. El problema radica en establecer la categoría jurídica que permita la tipificación de la operación, el proceso de la misma y el monto de su conclusión. Para tal finalidad, esto es, para establecer la naturaleza jurídica del acto o contrato al que puede tipificarse la emisión de obligaciones, la doctrina ha recurrido a diversas fórmulas teóricas que han generado variadas corrientes doctrinales.

Se concibe a la emisión de obligaciones como un contrato de préstamo de dinero o mutuo, según elaboración de la doctrina francesa. Esta concepción tiene diversos matices, pues algunos autores equiparan la emisión de obligaciones con un simple contrato de préstamo, en el que el mutuante es el obligacionista y el mutuario es la sociedad emisora. Otros autores consideran que si bien es un contrato de mutuo, tiene la

7. Véase La Reforma de los Códigos de Comercio y la expansión del Derecho Comercial, por Ulises Montoya Manfredi, en Libro Homenaje a José León Barandiarán, págs. 369 y sigtes.

**Nuevos helados!!**



**...Ya viene la época  
de calor  
...es el momento de tomar  
...un helado**

**El Tigre** lleno de sabor!

característica especial de ser un mutuo colectivo, pues por su elevada cuantía y por dirigirse a una pluralidad de sujetos requiere, precisamente, de una pluralidad de mutuantes, lo que influye de manera importante en la naturaleza de la operación. Lo que caracteriza, entonces, a la emisión de obligaciones, considerada como un mutuo, simple o colectivo, es que el crédito se incorpora a un título negociable, no sólo como medio de prueba de la existencia del mutuo, sino para constituir un valor mobiliario.

Se concibe también a la emisión de obligaciones como una venta de créditos y ésta es la posición de la doctrina alemana que la sustenta en la teoría de la voluntad unilateral a la que incluye, al lado de la clasificación tradicional de las fuentes, como capaz de generar obligaciones. Esta concepción parte del supuesto que la sociedad emisora lo que hace es vender por un determinado precio títulos negociables que representan créditos contra la misma y que, entonces, lo que el obligacionista adquiere es una promesa escrita de pago, o, más propiamente, de reembolso.

La teoría de la voluntad unilateral está incorporada a nuestra codificación civil desde 1936, pues el Código vigente la mantiene en su articulado relativo a la Promesa Unilateral. Con su incorporación al Código de 1936 y legislarse con ella los títulos al portador, no sólo se suplió el vacío del Código de Comercio, que no legisló sobre la emisión de obligaciones, sino se dió sustento a la entonces Ley de Sociedades Mercantiles, que sí lo hizo, y que como consecuencia de la promulgación del vigente Código Civil ha sido reestructurada como Ley General de Sociedades. Pero la incorporación de la teoría de la voluntad unilateral no significa el apartamiento total y definitivo de las doctrinas que tradicionalmente han informado nuestro Derecho Positivo, aclarando, como bien lo hace Manuel de la Puente<sup>9</sup>, que lo que justifica la presencia de la voluntad unilateral es la determinación de que un acto jurídico unilateral puede crear una obligación de cargo del declarante de la voluntad y dándose lugar a la correspondiente relación jurídica. De ahí, que aún cuando la teoría de la voluntad unilateral puede dar sustento a la emisión de obligaciones,

no pensemos que su formulación teórica es la que explica esta operación jurídica.

La Ley General de Sociedades, que no ha modificado sino reestructurado el articulado de la Ley de Sociedades Mercantiles, considera a la emisión de obligaciones como un contrato y al respecto existe referencia expresa en el art. 228, lo que concilia con el concepto de contrato que, en la noción del art. 1351 del Código Civil "es el acuerdo de dos o más partes para crear, regular, modificar o extinguir una relación jurídica patrimonial". El contrato existe, pues, sólo cuando se produce la confluencia o la interferencia de dos o más voluntades y, así, la emisión de obligaciones queda concluída cuando a la voluntad de la sociedad emisora se interpone la voluntad del o la de los tomadores de los títulos. Por ello, en nuestro parecer, la emisión de obligaciones no se constituye por un acto de voluntad unilateral, pues éste es sólo el inicio del proceso que concluye con la interferencia de los suscriptores de los títulos obligacionarios.

Para concluir, en nuestra opinión, la emisión de obligaciones tiene su propia categoría jurídica que resulta de su propia nominación. No es necesario buscarle un sustento distinto del que fluye de su propia naturaleza, aún cuando indudablemente sea un mutuo que la sociedad emisora ofrece a cada una de las personas que toman los títulos obligacionarios y que, como consecuencia de ello, se convierten en acreedores de la sociedad que debe cumplir con la prestación a su cargo con arreglo a las condiciones de la emisión.

#### 4. ADMISION DE LAS OBLIGACIONES A LA NEGOCIACION EN RUEDA DE BOLSA

Cuando la emisión de obligaciones va a dar lugar a una oferta pública de carácter primario (Supra No. 3), que es la que venimos considerando, la autorización de la CONASEV da mérito para su admisión a la negociación en Rueda de Bolsa, lo que puede haber estado previsto en las condiciones de la emisión o haberlo dispuesto la Asamblea de Obligacionistas. La CONASEV puede también ordenarlo de oficio (Supra No. 6).

8. Véase Promesa Unilateral. Exposición de Motivos y Comentarios por Manuel de la Puente y Lavalle, en el Código Civil Peruano. Parte III, T. VI, págs. 781 y sgtes.

9. Ibidem.