

RESPONSABILIDAD DEL ESTRUCTURADOR EN LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE VALORES: LIMITACIONES Y *DUE DILIGENCE DEFENSE*

Juan Luis Hernández Gazzo*
Gianina Gotuzzo Oliva**

Al ser el mercado de valores un espacio que permite conectar la demanda y oferta de fondos, el traslado adecuado de información de los emisores a los potenciales inversionistas cobra vital importancia como lo reconoce nuestra legislación.

En el presente artículo los autores realizan un detallado estudio sobre la responsabilidad de los estructuradores de estas operaciones frente a la información transmitida a los inversionistas, explicando cómo la regulación peruana ha ido cambiando hasta la actualidad. Resulta de especial interés el análisis de la experiencia norteamericana –de clara influencia en nuestra regulación– y las consideraciones sobre cómo limitar la responsabilidad del estructurador dada su incidencia en los costos de estas operaciones.

* Abogado. Master en Derecho, Harvard Law School. Profesor de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

** Ex miembro del Consejo Directivo de THEMIS. Abogada. Master en Derecho, Cornell Law School. Profesora de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

I. EL PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA COMO EJE DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES PERUANO

La regulación del mercado de valores peruano, siguiendo el modelo americano –que a su vez ha sido adoptado por una serie de legislaciones comparadas–, gira alrededor del denominado “principio de transparencia”, conocido también en los sistemas anglosajones como *disclosure system*.

El mercado de valores es un mercado de intermediación directa¹, en el cual los sujetos con superávit (ofertantes de fondos o inversionistas) proveen de fondos a los sujetos con déficit (demandantes de fondos o emisores) mediante la adquisición de activos financieros denominados “valores mobiliarios”, abarcando, a su vez, la negociación futura de estos valores. Así, el mercado de valores permite que los demandantes de fondos se financien a través de este mercado –que es el rol que cumple el segmento del mercado de valores llamado “mercado primario”– y dota de liquidez a las inversiones de los ofertantes de fondos –función que cumple el segmento del mercado de valores conocido como “mercado secundario”.

Respecto de la función del mercado de valores en la economía, hay quienes sin dejar de reconocer su rol como mecanismo de financiamiento, resaltan como vital los efectos de su segmento conocido como “mercado secundario”, afirmando que su importancia primordial radica en i) dotar de liquidez a las inversiones en valores mobiliarios, permitiendo que los inversionistas puedan desprenderse de sus valores con facilidad, y ii) funcionar como mecanismo disciplinario del mercado, asignando los recursos a sus usos más eficientes, penalizando a las empresas cuyos administradores no logren maximizar el valor de las inversiones de sus tenedores², sean éstos accionistas u otro tipo de inversionistas.

Recordemos que en materia de mercado de valores el bien objeto de transacción es un activo financiero intangible, lo que nuestra legislación ha denominado “valor mobiliario”³. Ya sea que estemos frente a una

operación de suscripción, propia del mercado primario, o ante una operación de compraventa, particular del mercado secundario, lo transado será un activo financiero intangible, es decir, un activo cuyo valor consiste en el derecho a obtener un beneficio futuro, determinándose su valor de suscripción o precio de mercado en razón de cómo el mercado evalúe esa promesa de pago o flujos futuros esperados. Pensemos en una acción o en un bono como objeto de transacción y tendremos una idea más clara del concepto “activo financiero intangible”.

Teniendo en cuenta que el mercado de valores es un mercado financiero de intermediación directa donde se transan activos financieros, comprenderemos la capital importancia que tiene el traslado de información al mercado. En efecto, siendo que demandantes (emisores) y ofertantes de fondos (inversionistas) entran en una relación directa, en la cual –dentro del mercado primario– los primeros, normalmente sociedades, recurrirán a los segundos, sea el público en general o un segmento de éste, para financiar sus actividades, y siendo esos demandantes de fondos los que responderán por el rendimiento de los activos financieros que han colocado como contraprestación a los ofertantes por los fondos obtenidos, es crítico que a estos últimos se les brinde la información idónea sobre el demandante (emisor) y el activo financiero emitido (valores mobiliarios). Sólo sobre la base de esa información los ofertantes de fondos (inversionistas) podrán decidir acerca de la conveniencia de comprometer sus fondos de esa manera, en lugar de, por ejemplo, depositarlos en un banco.

Consciente de la trascendencia de la información en estas operaciones, nuestro sistema legal sobre mercado de valores, al igual que las legislaciones más modernas del mundo, ha centrado el eje de la regulación del mercado de valores en el traslado adecuado de la información, es decir, en el denominando “principio de transparencia” o *disclosure system*. La idea central es que el mercado adecuadamente informado adopte sus propias decisiones de inversión, siendo el rol del Estado –en el caso peruano, por medio de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)– el de

¹ El mercado de valores como uno de intermediación directa supone una relación jurídica entre el ofertante de fondos y el demandante de fondos (mercado primario) o entre el comprador y el vendedor (mercado secundario), a diferencia de lo que sucede en mercados de intermediación indirecta, como el bancario, donde el ofertante y el demandante de fondos no tienen una relación jurídica directa, sino que cada uno tiene un vínculo, de distinta naturaleza, con el banco (el ofertante de fondos, como depositante o ahorrista del banco, y el demandante de fondos, como deudor del banco por el préstamo obtenido).

Para una primera aproximación al funcionamiento y características de los mercados financieros de intermediación directa e indirecta, sugerimos: CASTELLARES, Rolando; Enrique DÍAZ; Lilian ROCCA y Julio VARGAS. “El ABC del mercado de capitales”. Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero y Universidad San Ignacio de Loyola. En caso de un análisis más detallado, aconsejamos: BREALEY, Richard A. y Stewart C. MYERS. “Principles of Corporate Finance”. Mc Graw Hill.

² KLEIN, William A. y John C. COFFEE Jr. “Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles”. Sexta edición. 1996. p. 380.

³ El artículo 3 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo 093-2002-EF (LMV), define valor mobiliario del siguiente modo:

“Artículo 3º.- Valores Mobiliarios.- Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales, o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.

Para los efectos de esta ley, las negociaciones de derechos o índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores.

Cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo, carece de efectos jurídicos”.

supervisar que dicho traslado de información se efectúe conforme a la normativa vigente. El citado principio de transparencia está recogido en nuestro ordenamiento a nivel de norma con rango de ley, en el propio Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo 093-2002-EF (en adelante, "LMV"), incidiendo su artículo 10 en la calidad de la información que se traslada al mercado⁴.

Cabe resaltar que el principio de transparencia no es el objetivo de la regulación sobre el mercado de valores, sino como eje de la regulación se constituye en un medio o un mecanismo, para lograr su fin último: el desarrollo del mercado de valores, es decir, la conexión directa entre demandantes de fondos y ofertantes de fondos. Dentro de esa idea, es preciso destacar la confusión conceptual en la que incurre nuestra LMV, cuando en su primer artículo señala que la "... finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista"⁵.

Creemos importante tener en cuenta, antes de culminar esta breve explicación sobre el principio de transparencia como eje de la regulación del mercado de valores peruana –modelo, como hemos dicho, elaborado sobre la base del sistema americano y seguido por las legislaciones más modernas en materia de mercado de valores–, que este modelo no está exento de críticas, siendo que desde hace unos años se ha generado una polémica en la doctrina americana sobre los beneficios y costos del *disclosure system*. Así, se ha cuestionado si la existencia de un sistema regulatorio como éste es eficiente, es decir, si los costos de la regulación no superan los beneficios que el mercado de valores obtiene, siendo que, a su vez, se han dado argumentos para justificar la eficiencia de la regulación y explicar los problemas de la no regulación⁶. Al final del día, y al menos a la fecha según lo muestra la práctica, parece no haberse encontrado

un sistema mejor al del *disclosure system*, sin que ello signifique desconocer que los costos del sistema tienen que ser razonables y que, por tanto, debemos estar siempre vigilantes que la regulación sea promotora del mercado de valores y no limitante de su desarrollo por medio de la imposición de un sistema de traslado de información inadecuado y excesivo, con costos que dejen sin sentido los beneficios de usar el mercado de valores.

II. EL ROL DEL ESTRUCTURADOR EN LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS

Antes de pasar a analizar el rol del estructurador en las ofertas públicas primarias se hace necesario primero centrar el concepto de oferta pública primaria⁷. En efecto, las ofertas públicas primarias son el medio para financiarse en el mercado de valores⁸. Así, las ofertas públicas primarias son aquellas ofertas que dirige el sujeto demandante de fondos al público en general, o a un segmento de éste, con el fin de levantar fondos de los inversionistas (ofertantes de fondos) mediante la colocación de valores mobiliarios⁹. De este modo, estas ofertas son parte del segmento del mercado de valores que se denomina "mercado primario".

Teniendo en cuenta que por medio de las ofertas públicas primarias se capta dinero de terceros (público en general o un segmento de éste) y que el valor colocado es un activo financiero intangible (valor mobiliario), el adecuado traslado de información a los potenciales inversionistas resulta fundamental y es por ello que el eje de la regulación está en el principio de transparencia, como lo hemos comentado. En efecto, la información que se tenga del emisor de los valores y de las condiciones de cómo se ofertan los mismos es sumamente importante para efectos que los inversionistas puedan tomar sus decisiones de inversión. Por ejemplo, si lo que se oferta a través de una oferta pública primaria son acciones de una compañía minera, es claro que será de suma importancia la información sobre los últimos descubrimientos o estudios

Juan Luis Hernández Gazzo
Gianina Gotuzzo Oliva

⁴ El artículo 10 de la LMV establece que:

"Artículo 10º.- Calidad de la información.- Toda información que por disposición de esta ley deba ser presentada a CONASEV, a la bolsa, a las entidades responsables de los mecanismos centralizados o a los inversionistas, deberá ser veraz, suficiente y oportuna. Una vez recibida la información por dichas instituciones deberá ser puesta inmediatamente a disposición del público".

⁵ Dentro de la literatura nacional, sobre el fin de la regulación del mercado de valores, se puede consultar opiniones diversas en: SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. "La regulación en el mercado de los valores mobiliarios". En: THEMIS-Revista de Derecho 40. 2000. pp. 37-47; PAYET, José Antonio. "El mercado de valores y la protección de los inversionistas". En: *Ius et Veritas* 12. 1996. pp. 69-79; y, PAYET, José Antonio. "Razones para regular el mercado de valores". En: THEMIS-Revista de Derecho 33. 1996. pp. 93-104.

⁶ Son piedras angulares de esta polémica los escritos de los profesores americanos Coffee, Easterbrook y Fischel. Por ello sugerimos su consulta: COFFEE, John C. Jr. "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System". En: *Virginia Law Review* 70. p. 717. 1984; y, EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors". En: *Virginia Law Review* 70. p. 669. 1984.

⁷ Sobre el régimen jurídico aplicable a las ofertas públicas primarias en España, recomendamos: DE CARLOS BERTRÁN, Luis. "Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables". Colección Estudios de Derecho Mercantil. Bolsa de Madrid y Editorial Civitas. 1998.

⁸ Acerca de cómo las ofertas públicas primarias pueden ser una forma ventajosa de financiarse en el Perú, sugerimos: SALINAS, Sergio. "El financiamiento empresarial a través de la emisión de valores: ventajas, desventajas y perspectivas". En: THEMIS-Revista de Derecho 37. 1998. pp. 65-83.

⁹ El artículo 4 de la LMV define oferta pública como:

"Artículo 4º.- Oferta Pública.- Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios".

Cuando la oferta pública es primaria, aludimos a la colocación de valores mobiliarios. Si en cambio estamos frente a una oferta pública secundaria, nos referiremos a la adquisición o disposición de valores mobiliarios.

geológicos que se hayan hechos sobre las concesiones mineras, sus reservas, el desempeño de la compañía en los últimos años, sus estados financieros, sus posibles contingencias, entre otros. Si se omitiera información o si ésta fuera incorrecta, los inversionistas podrían no tener todos los elementos necesarios para adoptar una decisión informada o podrían no contar con todos los elementos necesarios para una adecuada decisión.

En este punto es importante destacar la experiencia americana pues, como lo hemos mencionado anteriormente, en ella se inspira nuestra legislación del mercado de valores. Luego de la caída del mercado de valores americano en el año 1929, se generó una sensación de desconfianza en el mercado, por ello el presidente americano Roosevelt solicitó al Congreso que diera una ley para regresarle la confianza a los inversionistas poniendo en el ofertante de valores el peso de decir la verdad sobre los valores que se ofrecían en el mercado. Es así que se dicta la Securities Act de 1933 para obligar a los emisores que revelen cierta información al público en las ofertas públicas primarias¹⁰.

La Securities Act de 1933, al igual que la LMV, exige a los emisores que los valores sean inscritos ante una autoridad –la Securities and Exchange Commission (SEC), en el caso americano–, antes de ofertar sus valores mediante una oferta pública primaria. Evidentemente al igual que en el Perú, el propósito de la norma es brindar al inversionista información adecuada, veraz, suficiente y oportuna para tomar decisiones de inversión debidamente informadas. Claramente los inversionistas van a confiar en esta información antes de tomar sus decisiones. He ahí la importancia y la responsabilidad que tienen todas aquellas personas que preparan los documentos de inscripción y que brindan la información para su elaboración.

Específicamente la Sección 11(a) de la Securities Act de 1933 establece que un inversionista puede demandar a

cualquier persona que suscriba los documentos para la inscripción del valor. Esta norma establece que una falsa declaración u omisión material en tales documentos de inscripción puede generar que el emisor o una variedad de personas asociadas a él o a la distribución de los valores, sean responsables por los daños y perjuicios causados a cualquier persona que haya adquirido tales valores sobre la base de información no adecuada. Cabe resaltar que no es cualquier declaración falsa u omisión, sino una que sea material, ya que si fuera inmaterial, esta omisión o falsedad no habría sido determinante para la toma de decisión del inversionista.

La Sección 11(a) de la Securities Act de 1933 regula específicamente quiénes son los sujetos responsables frente a los inversionistas y porqué son responsables. A manera ilustrativa citamos la Sección 11(a) de la Securities Act de 1933¹¹.

Dentro de las personas obligadas, bajo la Sección 11(a) de la Securities Act de 1933 se encuentran: (1) cualquier persona que haya firmado la solicitud de inscripción; (2) cualquier director del emisor a la fecha de presentación de la solicitud de registro cuya responsabilidad sea probada; (3) cualquier persona que bajo su consentimiento es nombrada en la solicitud de inscripción que será designada como director; (4) cualquier contador, ingeniero, tasador o cualquier otra persona cuya profesión le da autoridad a la declaración formulada por él en la solicitud de registro o que con su consentimiento ha sido nombrado como la persona que ha preparado o certificado cualquier reporte o valoración que es utilizada en relación con la solicitud de registro; y (5) cualquier *underwriter*.

En la legislación americana, los emisores, incluyendo sus directores y los *underwriters* están bajo los alcances de la Sección 11 por su cercana conexión con la oferta y distribución de los valores. Especialmente el emisor es quien se beneficiará directamente con la colocación

¹⁰ CANDIDA, José. "Section 11 of the Securities Act of 1933: The disproportionate liability imputed to accountants". En: Delaware Journal of Corporate Law 27. 2002. p. 565.

¹¹ "§ 11. Civil liabilities on account of false registration statement.

Persons possessing cause of action; persons liable.

In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue-

- (1) every person who signed the registration statement;
- (2) every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted;
- (3) every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions, or partner;
- (4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him;
- (5) every underwriter with respect to such security.

If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person".

primaria de los valores en el mercado, y es la información de su desempeño como empresa la relevante para que los inversionistas tomen o no la decisión de invertir en los valores que emita. Los contadores, ingenieros, tasadores y cualquier otro “experto”, serán responsables de las omisiones o falsedades contenidas en los reportes elaborados que se incluyan en los documentos de inscripción o sobre la base de los cuales se preparen los documentos de inscripción de los valores.

Al igual que en el antecedente americano, en el Perú, a través del principio de transparencia y de la obligación de registro de los valores a ofertarse por oferta pública, se pretende que al momento de hacer una oferta pública primaria la información que llegue a los inversionistas sea veraz, suficiente y oportuna, y que no induzca a error o confusión, pues será sobre la base de esta información que los inversionistas tomarán sus decisiones de inversión.

En el caso de una oferta pública primaria, así como para el caso de cualquier oferta pública de valores, nuestra legislación dispone que los valores a ser ofertados de manera pública sean inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores que la CONASEV administra.

Uno de los documentos clave para lograr el registro lo constituye el denominado “prospecto informativo”, el cual debe contener toda aquella información necesaria para que los inversionistas puedan tomar una decisión de inversión o no. Este prospecto informativo debe ponerse a disposición de los potenciales inversionistas y según el artículo 56¹² de la LMV, requiere que se coloque en él como mínimo cierta información básica que requeriría todo inversionista para efectuar una correcta evaluación de inversión.

Conforme lo establece el propio artículo 56 y lo exige nuestra legislación, como regla general, toda oferta pública necesita del concurso de una entidad estructuradora o estructurador, el cual está obligado a suscribir el prospecto informativo y, por esa vía, se materializa su sujeción a un amplio régimen de responsabilidad por la información contenida en dicho prospecto. Nótese que tal exigencia no está presente en el ordenamiento americano.

El estructurador asume la dirección de la oferta pública, pudiendo asumir una serie de funciones

adicionales. En nuestro mercado, suele ser quien diseña la operación en términos financieros, determinando las características del valor mobiliario a emitirse, según la situación particular del emisor, sus necesidades de financiamiento y las condiciones del mercado.

En términos generales y conforme a la legislación peruana, pueden ser estructuradores las empresas bancarias y financieras, los agentes de intermediación (sociedades agentes de bolsa o sociedades intermediarias de valores) y los bancos de inversión. En nuestro mercado, las empresas bancarias son mayoritariamente las que actúan como entidades estructuradoras.

El tratamiento de los alcances de la responsabilidad del estructurador y su forma de limitación ha sufrido variaciones en el tiempo en nuestra legislación, las que explicaremos a continuación. Siendo que la responsabilidad del estructurador proviene de la ley, creemos fundamental analizar las formas en que ella puede limitarse, dada la incidencia que puede tener en los costos de una determinada oferta pública el hecho de que el estructurador tenga igual o muy similar responsabilidad a la del emisor.

III. ANÁLISIS NORMATIVO DE LA RESPONSABILIDAD DEL ESTRUCTURADOR EN EL SISTEMA PERUANO: LIMITACIÓN DE RESPONSABILIDAD MEDIANTE LA REGULACIÓN DEL *DUE DILIGENCE DEFENSE*

En principio, debemos resaltar tres etapas distintas en la forma como se ha regulado en el Perú la responsabilidad del estructurador en las emisiones de valores, al menos, desde 1996 a la fecha. Estas tres etapas se pueden distinguir en función de si existía o no la posibilidad de eximir al estructurador de responsabilidad, y si tal liberación de responsabilidad era conforme a ley.

3.1. Primera etapa: no posibilidad de limitación de responsabilidad del estructurador (del 6 de diciembre de 1996 al 21 de octubre de 1998)

La Ley del Mercado de Valores, tal como fue aprobada por el Decreto Legislativo 861, con vigencia desde el 6 de diciembre de 1996, establecía en su

Juan Luis Hernández Gazzo
Gianina Gotuzzo Oliva

¹² “Artículo 56.- Prospecto Informativo.- El prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas. El prospecto informativo debe contener como mínimo lo siguiente:

- a) Las características de los valores, así como los derechos y obligaciones que otorgan a su titular;
- b) Las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto para el inversionista;
- c) Los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversionistas;
- d) Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor;
- e) Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita;
- f) El detalle de las garantías de la emisión, cuando corresponda;
- g) El procedimiento a seguir para la colocación de los valores; y,
- h) La información complementaria que determine CONASEV mediante disposiciones de carácter general”.

artículo 60¹³ que el emisor, su principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas, así como la entidad estructuradora eran solidariamente responsables frente a los inversionistas por las inexactitudes u omisiones que contuviera el prospecto.

Adicionalmente, el artículo 60 –tal como fue redactado originalmente– establecía expresamente que el emisor, estructurador y los demás funcionarios responsables no podrían oponer a los inversionistas hechos o derechos derivados de las auditorías o de los demás documentos que deben figurar en el prospecto.

Esta norma, en primer lugar, estableció como regla general la solidaridad en la responsabilidad por las inexactitudes u omisiones del prospecto tanto del emisor, como de sus principales funcionarios (administrativo, legal, contable y de finanzas), como de la entidad estructuradora, todos los cuales debían firmar el prospecto. En segundo lugar, determinó el alcance de esa responsabilidad, es decir, estas personas son responsables de que la información contenida en el prospecto sea exacta y que no contenga omisiones. En tercer lugar, estableció como límite de la responsabilidad el ámbito de competencia de estas personas, fijándolo como el ámbito profesional o funcional de los mismos.

Por otro lado, se prohibió que las referidas personas puedan eximirse de responsabilidad por los contenidos de las auditorías o documentos que deben figurar en el prospecto.

De este modo, la versión comentada del artículo 60 de la LMV –vigente desde el 6 de diciembre de 1996 hasta el 21 de octubre de 1998–, concibe la responsabilidad del estructurador de forma tan amplia frente al inversionista, que aun cuando la información colocada en el prospecto hubiese tenido como base las auditorías contables y legales solicitadas a terceros especialistas de reconocido prestigio, en caso hubiese existido información inexacta o de haberse omitido información sin que el estructurador lo supiese, esto no le permitiría al estructurador eximirse de responsabilidad frente al inversionista. Así, a nuestro criterio se desnaturalizaba el criterio de responsabilidad por ámbito de competencia en el caso del estructurador, desincentivando la participación de los mismos o encareciendo sus servicios por el gran riesgo asumido.

3.2. Segunda etapa: discutible posibilidad de limitación de responsabilidad del estructurador (del 22 de octubre de 1998 al 23 de marzo del 2002)

Con la entrada en vigencia el 22 de octubre de 1998 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (en adelante, “ROPP”), aprobado por Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, CONASEV pretendió dar un giro al régimen de responsabilidad en materia de información contenida en los prospectos informativos relativos a ofertas públicas de valores. Así, introdujo el denominado *due diligence defense* del derecho americano, que analizaremos en el punto IV siguiente, por medio del artículo 17¹⁴ del ROPP,

¹³ “Artículo 60.- Son solidariamente responsables con el emisor u ofertante, las personas a que se refiere el inciso d) del artículo 56, respecto al 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”.

¹⁴ “Artículo 17.- De acuerdo a lo dispuesto en el Artículo 60 de la Ley, el incumplimiento de la obligación de revelación de información en la forma en que se señala en el Artículo 12, genera el siguiente régimen de responsabilidad solidaria entre las partes intervinientes respecto de los daños causados a los inversionistas como consecuencia de dicho incumplimiento:

- a) El emisor.- Es responsable por la información contenida en el prospecto en la forma señalada en el artículo anterior;
- b) Funcionarios del emisor.- Cada uno de los funcionarios señalados en el Artículo 56, inciso d) de la Ley tiene como ámbito de competencia la parte o partes del prospecto vinculadas a su función y profesión, en el supuesto que éstas coincidan, caso contrario, a su función. El ámbito de competencia del principal funcionario administrativo se extiende a la totalidad de la información vertida en el prospecto cuya revelación sea responsabilidad del emisor, aunque se encuentre también bajo el ámbito de competencia de los otros funcionarios.
En el caso de entidades públicas nacionales o extranjeras, dicha responsabilidad es asumida por los funcionarios públicos que corresponda en los términos de la legislación aplicable.
La obligación a que se refiere el Artículo 56, inciso d) de la Ley, de suscribir el prospecto, es exigible en la medida que el emisor cuente con el funcionario correspondiente;
- c) El ofertante.- Es responsable por la información contenida en el prospecto en la forma señalada en artículo anterior;
- d) Funcionarios del ofertante.- Los funcionarios del ofertante se encuentran sujetos a un régimen de responsabilidad análogo al de los funcionarios del emisor; y,
- e) Entidad Estructuradora.- La Entidad Estructuradora tiene como ámbito de competencia la totalidad del contenido del prospecto respecto de la cual sea responsable el emisor y/u ofertante, incluyendo, en su caso, la información incorporada por referencia por el emisor o la comprendida en el prospecto marco.

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

1. Haber efectuado una investigación, en el modo que resulte apropiado de acuerdo a las circunstancias, que le lleve a considerar que la información que corresponda al ámbito de su competencia cumple de manera razonable con lo exigido en el Artículo 12; y,
2. Que, respecto a las ocasiones en que dicha información sea objeto del pronunciamiento de un experto en la materia, o se derive de dicho pronunciamiento, que tales personas carezcan de motivos, de acuerdo a las circunstancias, para considerar que el referido pronunciamiento contraviene lo establecido en el Artículo 12 antes mencionado y/o que dicha información se encuentra en discordancia con lo expresado en el pronunciamiento.

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

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

Asimismo, de acuerdo a lo dispuesto en el referido Artículo 60 de la Ley, no se podrá oponer a los inversionistas hechos o derechos derivados de auditorías y de documentos no incluidos en el prospecto informativo en contravención de lo dispuesto en el Artículo 56 de dicho cuerpo legal, el presente Reglamento y las normas complementarias correspondientes.

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

pretendiendo, entre otras cosas, que las entidades estructuradoras puedan eximir su responsabilidad sobre la base de investigaciones u opiniones de expertos.

Sin embargo, dado que la intención de CONASEV estaba contenida en una norma de rango inferior (una Resolución de CONASEV) que se contraponía a lo expresamente dispuesto por el texto original del artículo 60 de la LMV –norma con rango de ley–, consideramos que lo dispuesto en el artículo 17 calificaría como ilegal –pese a compartir su idea y objetivo–, al contravenir expresamente lo dispuesto en una norma con rango de ley.

Dada la ilegalidad comentada del artículo 17 del ROPP durante esta segunda etapa –que va del 22 de octubre de 1998 al 23 de marzo de 2002–, creemos que un inversionista podría haber cuestionado válidamente la limitación de responsabilidad del estructurador y frente a un caso de *default* del emisor por inexactitudes u omisiones del prospecto, hallar responsable también al estructurador, sin que éste pueda exonerarse de responsabilidad por la existencia de informes de expertos.

3.3. Tercera etapa: sí posibilidad de limitación de responsabilidad del estructurador (del 24 de marzo de 2002 a la fecha)

El 23 de enero de 2002 se publicó la Ley 27649, que modificó el texto del artículo 60 de la LMV, entrando en vigencia la modificación desde el 24 de marzo de 2002.

El nuevo texto del artículo 60¹⁵ de la LMV elimina la prohibición que tenía la entidad estructuradora y los funcionarios del emisor (de administración, finanzas, contable y legal) de eximirse de responsabilidad por la información contenida en auditorías u otros documentos que debían figurar en el prospecto.

Este cambio del artículo 60 de la LMV –vigente a partir del 24 de marzo de 2002–, dota de legalidad la limitación de responsabilidad del artículo 17 del ROPP, pudiendo, entonces, el estructurador válidamente eximirse de responsabilidad amparado en investigaciones u opiniones de expertos, entre ellas las legales y contables, dentro del contexto de una oferta pública de valores.

IV. EL DUE DILIGENCE DEFENSE EN EL DERECHO AMERICANO

El caso americano principal que desarrolla el tema de la responsabilidad civil en las ofertas públicas

primarias de valores al amparo de la Sección 11(a) del Securities Exchange Act de 1933 es el caso *Escott v. BarChris Construction Co.*¹⁶. En este caso, los demandantes cuestionaron la veracidad de las cifras de los estados financieros contenidas en el prospecto informativo así como otra información material incorrecta u omitida. Así, la corte norteamericana distinguió la responsabilidad entre la administración de la sociedad emisora (los denominados *corporate insiders*) y las personas no vinculadas a la administración del emisor (*outsiders*). Dentro de estos últimos distinguió a aquellas personas que tienen un *expertise* particular, los denominados “expertos”, o los que están de alguna manera involucrados con la distribución de los valores y las otras personas no vinculadas a la administración del emisor. En este caso el análisis de la responsabilidad fue hecho sobre la base de lo que en la realidad podía esperarse de cada demandado. En esta resolución judicial se estableció que los funcionarios pertenecientes a la administración del emisor están sujetos a un mayor grado de responsabilidad que aquellos participantes periféricos. Estos últimos están sometidos a un escrutinio más favorable, aunque siguen teniendo la obligación de investigar de manera adecuada¹⁷.

Al comparar esta Sección 11(a) con los artículos 60 y 56 d) de la LMV, vemos que en el Perú la responsabilidad recae sobre el emisor, el principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor, la entidad estructuradora o su representante, mientras que en los Estados Unidos de América el estructurador no necesariamente es responsable por la documentación que se presente con la solicitud de inscripción de los valores ante el Registro. Será sólo responsable en la medida que firme tal solicitud de inscripción, no estando obligado necesariamente a firmarla.

Esta diferencia es básica pues al existir responsabilidad para el estructurador será de suma importancia analizar si existen formas de cómo liberarse de tal responsabilidad, con el fin de evitar costos excesivos para las ofertas públicas en el Perú. Así, si no existiesen mecanismos para limitar la responsabilidad del estructurador, éste se vería en la necesidad de cobrar mayores honorarios por sus servicios como forma de compensar el riesgo asumido o, en todo caso, preferir no participar en una determinada oferta.

Juan Luis Hernández Gazzo
Gianina Gotuzzo Oliva

¹⁵ “Artículo 60.- Son solidariamente responsables con el emisor u ofertante, frente a los inversionistas, las personas a que se refiere el inciso d) del artículo 56, por las inexactitudes u omisiones del prospecto respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional”.

¹⁶ 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

¹⁷ COX, James; Robert HILLMAN y Donald LANGEVOORT. “Securities Regulations. Cases and Materials”. Aspen Law & Business. p. 606.

En el caso americano, específicamente la Sección 11(b)(3)¹⁸ de la Securities Exchange Act, recoge la idea de que salvo por el emisor, las personas bajo la Sección 11(a) de la Securities Act de 1933 pueden liberarse de responsabilidad si prueban que su actuar fue diligente y que hicieron una adecuada investigación y que no tuvieron causas razonables para dudar que la información contenida en los documentos de inscripción de los valores fuera falsa o engañosa. Esto es lo que se denomina el *due diligence defense*.

Según Scott, cuando se demanda a una parte, distinta del emisor, bajo la Sección 11 la única defensa es el *due diligence defense* previsto en la Sección 11(b) de la Securities Act de 1933. Esta defensa es posible para las personas listadas en la sección 11(a) con excepción del emisor, quien no tiene defensa por las omisiones o la información incorrecta que se consigne en los documentos de inscripción del valor. La base conceptual de esta defensa se encuentra en la teoría de la responsabilidad por negligencia y le da al demandado la posibilidad de evadir la responsabilidad si prueba que, dadas las circunstancias, actuó de manera razonable bajo las circunstancias del caso y que por tanto creía que luego de una razonable investigación, los documentos de inscripción eran veraces y completos. Scott afirma que la razonabilidad es aquella requerida a un hombre prudente en el manejo de su propio negocio, sin embargo señala que dada la existencia de personas distintas que manejan sus negocios de manera diferente lo razonable para uno puede ser irracional para otro¹⁹, por lo que las cortes norteamericanas analizan el tema de la limitación de responsabilidad según las circunstancias del caso concreto. Adicionalmente, Candida²⁰ señala que las

cortes norteamericanas han interpretado este mecanismo de defensa requiriendo un razonable cuestionamiento e investigación respecto de las afirmaciones hechas por los emisores.

En el Perú es posible que el estructurador se exima de responsabilidad que le impone el artículo 60 de la LMV, a través de lo establecido en el artículo 17 del ROPP. A continuación analizamos los mecanismos como el estructurador puede liberarse de esta responsabilidad y qué es lo que tiene que hacer para ello.

V. LIMITACIÓN DE RESPONSABILIDAD DEL ESTRUCTURADOR EN EL MARCO DE LA LEGISLACIÓN PERUANA

Tal como hemos analizado en el punto III anterior, de acuerdo con la normativa actual es posible que el estructurador pueda eximirse de responsabilidad por las omisiones o inexactitudes contenidas en el prospecto sobre la base de lo prescrito por el artículo 17 del ROPP.

5.1. Cuestiones previas

Antes de pasar a analizar bajo qué condiciones es posible que el estructurador pueda limitar su responsabilidad en una oferta pública de valores, creemos importante destacar la finalidad del ROPP. Así, su objetivo está descrito en su artículo 2²¹ al establecer que la protección a los inversionistas se consigue por medio de la revelación, en forma veraz, suficiente, oportuna y clara, de toda aquella información que sea relevante a efectos de entender las implicancias positivas y negativas de las operaciones ofertadas,

¹⁸ “§ 11 (b) Persons exempt from liability upon proof of issues

Notwithstanding the provisions of subsection (a) of this section no person, other than the issuer, shall be liable as provided therein who shall sustain the burden of proof— (...)

that (A) as regards any part of the registration statement not purporting to be made on the authority of an expert, and not purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of an expert, and not purporting to be made on the authority of a public official document or statement, he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading; and (B) as regards any part of the registration statement purporting to be made upon his authority as an expert or purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of himself as an expert, (i) he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or (ii) such part of the registration statement did not fairly represent his statement as an expert or was not a fair copy of or extract from his report or valuation as an expert; and (C) as regards any part of the registration statement purporting to be made on the authority of an expert (other than himself) or purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of an expert (other than himself), he had no reasonable ground to believe and did not believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true or that there was an omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or that such part of the registration statement did not fairly represent the statement of the expert or was not a fair copy of or extract from the report or valuation of the expert; and (D) as regards any part of the registration statement purporting to be a statement made by an official person or purporting to be a copy of or extract from a public official document, he had no reasonable ground to believe and did not believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were untrue, or that there was an omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or that such part of the registration statement did not fairly represent the statement made by the official person or was not a fair copy of or extract from the public official document”.

¹⁹ SCOTT, Helen. “Resurrecting Indemnification: Contribution Clauses in Underwriting Agreements”. En: New York University Law Review 61. Mayo 1996. p. 223.

²⁰ CANDIDA, José. Op. cit., p. 565.

²¹ “Artículo 2.- Es finalidad del presente Reglamento la tutela de los inversionistas en el mercado público de valores mobiliarios a través de la revelación, en forma veraz, suficiente, oportuna y clara, de toda aquella información que sea relevante a efectos de entender las implicancias positivas y negativas de las transacciones que les sean propuestas, con la finalidad de que se encuentren en condiciones de adoptar decisiones libres e informadas respecto de las mismas, y que dicha revelación se efectúe del modo más eficiente (...)”.

apuntando a que se encuentren en condiciones de adoptar decisiones libres e informadas.

De otro lado, el artículo 12 del ROPP establece los requisitos para el trámite de inscripción del prospecto informativo, señalando la obligación del emisor de presentar la información exigida por CONASEV, así como toda documentación e información que permita alcanzar una revelación de información de la manera descrita en el artículo 2 del ROPP, es decir, que la información sea veraz, suficiente, oportuna y clara, que permita a los inversionistas entender las implicancias de la transacción, de forma tal que pueda adoptar una decisión eficiente sobre si invertir o no en un determinado valor.

5.2. Mecanismos para limitar responsabilidad del estructurador

El artículo 17 del ROPP regula de manera específica el régimen de responsabilidad del estructurador y sus formas para limitarlo en el contexto de una oferta pública de valores.

En efecto, el citado artículo 17 del ROPP al igual que el artículo 60 de la LMV, establecen una responsabilidad solidaria del emisor, funcionario del emisor, ofertante, funcionario del ofertante y la entidad estructuradora por el incumplimiento de la obligación de revelación de información conforme al artículo 12 del ROPP. En el caso específico de la entidad estructuradora esta responsabilidad alcanza el ámbito de su competencia, el mismo que abarca la totalidad del contenido del prospecto, incluyendo la información contenida por referencia o contenida en el prospecto marco.

Empero, y a diferencia de lo que sucede con el emisor de los valores –que no podrá en ningún supuesto limitar su responsabilidad por el contenido del prospecto–, el estructurador sí podría eximirse de la responsabilidad que tiene por las inexactitudes u omisiones contenidas en el prospecto y en la información contenida por referencia en el prospecto, siempre que se cumplan ciertas condiciones prescritas en el propio artículo 17.

Los mecanismos por los cuales el estructurador puede limitar su responsabilidad, originada por un problema de revelación de información en el contexto de una oferta pública de valores, son los siguientes:

a) Adecuada investigación

Conforme con el inciso 1 del artículo 17 del ROPP, el estructurador está en capacidad de eximirse de responsabilidad ante el reclamo o demanda de algún inversionista por la falta de exactitud u omisiones

contenidas en el prospecto, siempre que pueda demostrar que efectuó de modo diligente una investigación apropiada (el mencionado *due diligence defense*) para el tipo de emisión que se trate, lo que le permitió considerar que la información revelada cumple lo prescrito en el artículo 12 del ROPP (información veraz, suficiente, oportuna y clara).

¿Qué es una investigación adecuada? Si bien no existe una definición legal de “investigación adecuada”, el propio artículo 17 establece un estándar de actuación para el estructurador, señalando que éste debe actuar: (i) de manera prudente, (ii) de la forma más conforme con los usos mercantiles, y (iii) con el cuidado puesto en la administración del propio negocio. Por ende, consideramos que estos estándares de actuación general deben regir la investigación adecuada del estructurador.

De este modo, para efectos de hacer una investigación adecuada se deberá tomar en consideración las características del emisor, el tamaño y condiciones de la emisión, entre otros elementos. Así, por ejemplo, creemos que el estructurador estará obligado a hacer una mayor investigación tratándose de emisores que realizan una oferta pública por primera vez de aquellos que tienen colocados en el mercado distintos programas de emisión de valores, por cuanto el mercado ya conoce la información propia de este último emisor que está constantemente obligado a informar sus hechos de importancia.

Por otro lado, la investigación realizada por el estructurador tiene que llevarlo a la conclusión que la información que se coloque en el prospecto o en los documentos que en él se refieran es toda la información relevante que necesita el inversionista para entender las implicancias positivas y negativas de la operación a fin de tomar decisiones libres e informadas acerca de la misma, tomando especialmente en cuenta que esa información debe ser veraz, suficiente, oportuna y clara. Para ello será importante que el prospecto informativo contenga de manera explícita las principales conclusiones de esta investigación.

En síntesis, en caso el estructurador haya realizado una investigación cumpliendo con lo señalado en los párrafos anteriores, tendrá una vía para eximirse de responsabilidad frente a los inversionistas.

b) Pronunciamiento de un experto

Según el inciso 2 del artículo 17 del ROPP, el estructurador también puede eximirse de responsabilidad por las inexactitudes u omisiones del prospecto o de los documentos ahí referidos cuando la información que contiene el prospecto o los

documentos a que se refiere el mismo han sido objeto del pronunciamiento de un experto en la materia o se derive de dicho pronunciamiento.

Para estos efectos, el estructurador, de acuerdo con las circunstancias, no debe tener motivos para:

- (i) Considerar que el pronunciamiento del experto vulnera lo dispuesto en el artículo 12 del ROPP, es decir, que la información no sea la exigida por este artículo o que no cumpla con el propósito de ser veraz, suficiente, oportuna y clara según los términos del artículo 2 del ROPP; y,
- (ii) Considerar que la información contenida en el prospecto y/o en los documentos ahí referidos no está de acuerdo con lo expresado en el pronunciamiento del experto.

Adicionalmente, el experto deberá haber prestado su consentimiento a que se señale que ha intervenido en la elaboración de la parte correspondiente del prospecto o efectuado el pronunciamiento sobre la base del cual aquella parte fue elaborada, según lo estipula el artículo 17 del ROPP.

Por otro lado, tal como lo hemos detallado en el punto anterior y conforme a lo dispuesto por el citado artículo 17, el actuar del estructurador debe ser prudente, conforme con los usos mercantiles y con el cuidado utilizado para su propio negocio.

Es decir, si por ejemplo, el estructurador solicita a los auditores externos del emisor los estados financieros auditados de los últimos dos ejercicios y los incorpora en el prospecto informativo conforme al artículo 56 inciso e) de la LMV, y resulta que la información contenida en los estados financieros auditados resulta ser incorrecta u omite información relevante, en caso el estructurador sea demandado por alguno de los inversionistas, dada su responsabilidad por el contenido del prospecto, conforme a lo dispuesto por el artículo 17 inciso 2, el estructurador podrá eximirse de responsabilidad siempre que no tenga motivos para considerar que tal información financiera vulneraba lo dispuesto por el artículo 12 y 2 del ROPP o si consideraba esta

información contradictoria con la demás información proporcionada por los mismos auditores externos²².

Para estos casos, ¿cómo podría el estructurador demostrar que no consideraba que el pronunciamiento del experto contravenía lo dispuesto por el artículo 12 y 2 del ROPP? ¿Cómo demuestra el estructurador que consideró que la información era acorde con el pronunciamiento del experto? A continuación algunos de los mecanismos de protección para el estructurador:

- (i) Contratando los servicios de un experto serio, de reconocida reputación en el mercado, que lo destaquen como conocedor del tema sobre el cual opinará.

De esta manera, el estructurador habría cumplido con el requisito de haber sido prudente, pues sólo una empresa prudente contrata a un experto de reconocido prestigio en el mercado; además de haber actuado según lo más adecuado de acuerdo con los usos mercantiles y se podría afirmar que en la propia conducción del negocio del estructurador, éste habría contratado a este experto para tal pronunciamiento.

- (ii) Contando con una declaración del experto, mediante la cual manifieste expresamente que la información revisada sobre la cual basa su opinión es, según su conocimiento de experto, una información veraz, suficiente, oportuna y clara según los términos establecidos en el artículo 2 del ROPP, sea por constatación propia o porque así se lo ha declarado por escrito la persona que le proporciona tal información.

En el caso específico de los expertos que suscriben el prospecto informativo –como son los auditores externos o los asesores legales externos, entre otros, de ser el caso– esa declaración de experto tendría que estar presente siempre en el prospecto informativo, según lo exigido por las Normas Comunes para la Determinación del Contenido de los Documentos Informativos, aprobadas mediante Resolución Gerencia General 211-98-EF/94.11. Esta

²² Otro ejemplo es el del estructurador que contrata a un estudio de abogados para que éste realice una auditoría legal (*due diligence* legal) a fin de determinar las principales contingencias legales del emisor de los valores a emitir. Asumamos que el estudio de abogados reporta la existencia de un solo proceso en trámite donde el emisor figura como demandado y además señala que este proceso no representa mayor contingencia para el emisor por el monto involucrado, incluyéndose todo ello en el prospecto informativo. En caso resulte que el proceso era por una suma sustancialmente mayor a la informada por el estudio de abogados o si aparece algún otro proceso contra el emisor no reportado por el estudio que lo afecta patrimonialmente, los inversionistas que, confiados en la información contenida en el prospecto informativo, adquirieron los valores en la oferta pública primaria podrían demandar no sólo al emisor sino también al estructurador. Sin embargo, en este caso el estructurador podría liberarse de responsabilidad al amparo del artículo 17 inciso 2 del ROPP, si demuestra que no tenía motivos para considerar que la auditoría legal y las conclusiones incluidas en el prospecto derivadas de tal auditoría vulneraban lo dispuesto en los artículos 2 y 12 del ROPP, ni consideraba esta información como contradictoria a la demás información proporcionada por el estudio de abogados.

norma exige en el punto (1120) que la cara interior del prospecto informativo debe contener la siguiente declaración de responsabilidad en negritas:

“Los firmantes declaran haber realizado una investigación, dentro del ámbito de su competencia y en el modo que resulta apropiado de acuerdo a las circunstancias, que los lleva a considerar que la información proporcionada por el emisor, o en su caso incorporada por referencia, cumple de manera razonable con lo exigido en las normas vigentes, es decir, que es revelada en forma veraz, suficiente, oportuna y clara; y, con respecto a las ocasiones en que dicha información es objeto del pronunciamiento de un experto en la materia, o se deriva de dicho pronunciamiento, que carecen de motivos para considerar que el referido pronunciamiento contraviene las exigencias mencionadas anteriormente, o que dicha información se encuentra en discordia con lo aquí expresado...”.

Así, para el caso de los expertos suscriptores del prospecto, la existencia de esta declaración sirve como mecanismo de liberación de responsabilidad del estructurador, en el ejemplo, en materias tales como la contable o la legal. Cabe resaltar que muchas veces los estudios de abogados y los auditores generan declaraciones o documentos adicionales para precisar su labor y, por ende, su responsabilidad²³.

Tratándose de expertos que no vayan a suscribir el prospecto informativo –como podría ser el caso de un experto ambiental o minero– es aconsejable, con el fin de liberar de responsabilidad al estructurador por la revelación de información generada por este experto o sobre la base del trabajo de este experto, que se le haga suscribir una declaración especial, conteniendo los requisitos centrales de los incisos 1 y 2 del artículo 17 del ROPP.

De esta manera, el estructurador no tendrá motivos para considerar que el pronunciamiento del experto, suscriptor o no del prospecto, vulnera lo dispuesto en el artículo 2 y 12 del ROPP, pues ha sido prudente en tomar las precauciones debidas para estos efectos.

Con estas declaraciones el estructurador está afirmando haber realizado una “investigación adecuada” que lo

lleva a creer que la información dada por el emisor es veraz, suficiente, oportuna y clara. Sin embargo, tal como hemos visto en el punto 5.2.a) anterior no sólo basta esta declaración sino haber efectuado verdaderamente una “investigación adecuada” según los criterios descritos en dicho punto.

Del mismo modo, en estas declaraciones se debe recoger lo expuesto en el literal b) precedente, en el sentido que a través de esta declaración el estructurador afirma que no tiene motivos para considerar que el pronunciamiento del experto no cumple con las normas vigentes y que la información o pronunciamiento dado no es suficiente, veraz, oportuno y claro, así como tampoco tiene motivos para considerar que dicho pronunciamiento colisiona con lo manifestado en el prospecto informativo.

Es importante destacar aquí el penúltimo párrafo del artículo 17 del ROPP, en el sentido de que el estructurador no podrá oponer a los inversionistas hechos o derechos que se deriven de auditorías o documentos no contenidos en el prospecto, por lo que el estructurador deberá incorporar al prospecto informativo las principales conclusiones y hechos contenidos en sus investigaciones, de modo tal, que si algún inversionista demanda por responsabilidad al estructurador éste pueda eximir su responsabilidad por las omisiones o inexactitudes contenidas en el prospecto informativo, por haber incorporado en el mismo los resultados de sus investigaciones llevadas a cabo de manera prudente, de la forma más conforme con los usos mercantiles y con el cuidado puesto en la administración del propio negocio.

VI. LA REGLA 10b-5 DEL DERECHO AMERICANO

En los Estados Unidos de América con el fin de liberar de responsabilidad por los efectos de la revelación de información sobre la base de opiniones de expertos, se suele requerir a los expertos (auditores o abogados, por ejemplo) una declaración bajo la regla 10b-5, dada al amparo del Securities Exchange Act de 1934, similar a la que citamos, en la parte pertinente, al pie de página²⁴. A continuación analizaremos rápidamente la conveniencia de utilizar una declaración similar a la citada en el Perú al amparo de las normas citadas de la LMV, con el fin de limitar la responsabilidad del estructurador.

Juan Luis Hernández Gazzo
Gianina Gotuzzo Oliva

²³ La declaración del experto, en caso sea un abogado o un estudio de abogados por tratarse de los aspectos legales de la emisión podrá ser dada a través de una opinión legal o declaración, la cual puede estar contenida en el informe de *due diligence* legal o en documento especial y distinto. En el caso de los auditores muchas veces se entregan las denominadas *comfort letter*.

²⁴ “Subject to the limitations set forth in the immediately preceding paragraph, we advise you that, on the basis of the information we gained in the course of performing the services referred to above, no facts came to our attention which gave us reason to believe that the Offering Memorandum (other than the financial statements and other financial or statistical data included therein or omitted therefrom, as to which we have not been requested to comment), as of its date or the date hereof, contained or contains an untrue statement of a material fact or omitted or omits to state a material fact necessary in order to make the statements therein, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading”.

La regla 10b-5²⁵, básicamente señala que es ilegal que una persona, directa o indirectamente:

- a) emplee cualquier mecanismo, esquema o artificio para defraudar;
- b) haga una declaración falsa de un hecho material u omita declarar un hecho material necesario para hacer las declaraciones efectuadas, a la luz de las circunstancias bajo las cuales fueron hechas; y,
- c) realice cualquier acto, práctica o negocio que opere u operaría como fraude o engaño a cualquier persona en relación con la compra o venta de valores mobiliarios.

Somos de la opinión que en el Perú no se requiere, bajo la legislación peruana y para efectos de liberar de responsabilidad al estructurador, una declaración del tipo 10b-5. Si bien una declaración en los términos de esta regla, tiene en común con el artículo 17 del ROPP la exigencia de que la información sea veraz y que no se omita información necesaria para que no sea engañosa o induzca a engaño, la regla 10b-5 va más allá.

Esta regla se refiere a la intencionalidad de defraudar o engañar, de utilizar artificios, mecanismos, prácticas que puedan defraudar o engañar a los inversionistas en la adquisición de valores mobiliarios, declaraciones éstas innecesarias para el contexto de liberación de responsabilidad, bajo la legislación peruana, planteado en este artículo.

En el Perú, no es necesario este pronunciamiento por lo siguiente:

- a) Mecanismo, esquema o artificio para defraudar

En el Perú no es necesario pronunciarse sobre si el experto tuvo o no la intención de defraudar o engañar, sino lo importante en nuestro país es que el estructurador carezca de motivos para considerar que el pronunciamiento contraviene el artículo 12 del ROPP y que, por tanto, carezca de motivos para creer que no se ha cumplido con los requisitos de inscripción y/o registro del prospecto y que no crea que falte información necesaria para alcanzar una revelación de información a los inversionistas de la forma establecida en el artículo 2 (es decir, una revelación de información de una manera veraz, suficiente, oportuna y clara de toda aquella información relevante que sea necesaria

para entender las implicancias positivas y negativas de las transacciones propuestas, con la finalidad que los inversionistas se encuentren en condiciones de adoptar decisiones libres e informadas respecto de las mismas).

- b) Declaración falsa de un hecho material u omitir una declaración de un hecho material

Como ya hemos visto, en el Perú el artículo 17 del ROPP exige para efectos de que el estructurador se libere de responsabilidad que éste carezca de motivos de acuerdo con las circunstancias para considerar que el pronunciamiento del experto contraviene lo establecido por el artículo 12, que a su vez requiere que la revelación de información sea de forma veraz, suficiente, oportuna y clara, tal como lo hemos mencionado en el punto anterior.

Por ello, es que este requisito contenido en la regla 10b-5 se cumple con las declaraciones comentadas, no siendo necesario un pronunciamiento tan amplio como el del 10b-5 para cumplir con lo dispuesto en la norma peruana que limite la responsabilidad del estructurador.

- c) Acto, práctica o negocio que opere u operaría como fraude o engaño a cualquier persona

Si bien en términos generales la propia LMV en su artículo 12 señala que está prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado, de acuerdo con las normas citadas a lo largo de este artículo, no se requiere una declaración del experto en el sentido que declare que su actuar no constituye un fraude o acto de engaño para efectos de liberar de responsabilidad al estructurador por las omisiones o inexactitudes contenidas en el prospecto informativo.

En caso que el experto haya incurrido en un fraude o engaño le será aplicable las normas sobre responsabilidad civil por el pronunciamiento hecho así como las normas del mercado de valores por haber incumplido lo dispuesto en el artículo 12 de la LMV.

VII. CONCLUSIONES

1. Con la modificación introducida en el artículo 60 de la LMV, vigente desde marzo de 2002, legalmente se elimina la prohibición que tenía el

²⁵ "Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Devices.-

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,

b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading,

c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security".

- estructurador de eximirse de responsabilidad por las inexactitudes u omisiones del prospecto informativo al amparo de investigaciones u opiniones de expertos.
2. El estructurador puede eximirse de responsabilidad por las inexactitudes u omisiones contenidas en el prospecto informativo siempre que pueda demostrar que hizo una investigación apropiada y de manera diligente para el tipo de emisión que se trate.
 3. Asimismo, el estructurador puede eximirse de responsabilidad por las inexactitudes u omisiones contenidas en el prospecto informativo cuando la información contenida en el prospecto o documentos a que se refiere el mismo hayan sido objeto del pronunciamiento de un experto.
 4. En el caso de expertos que suscriben el prospecto informativo la declaración del experto tendrá que estar presente en el prospecto.
 5. En el supuesto de expertos que no suscriben el prospecto es recomendable que suscriban una declaración especial.
 6. El estructurador debe incorporar al prospecto las principales conclusiones y hechos contenidos en sus investigaciones para poder oponerlas frente a los inversionistas en caso surja algún reclamo por parte de éstos.
 7. En el caso de opiniones de expertos, el estructurador debe carecer de motivos para considerar que (1) el pronunciamiento del experto contraviene el artículo 12 y, por ende, también el artículo 2 del ROPP (veracidad, oportunidad, suficiencia y claridad de la información); y (2) la información contenida en el prospecto se encuentra en discordancia con el pronunciamiento. Asimismo, éste debe haber actuado de forma prudente, de la forma más acorde con el uso mercantil y con el cuidado puesto en la administración de su propio negocio.
 8. Consideramos que bajo la legislación peruana no se requiere una declaración del tipo 10b-5 americana (Regla 10b-5 del Securities Exchange Act de 1934) por cuanto este tipo de declaración es más amplia, exigiendo que se haga además una declaración sobre la intencionalidad de no defraudar no exigida bajo la legislación peruana.

Juan Luis Hernández Gazzo
Gianina Gotuzzo Oliva