



UNIVERSIDAD  
DE PIURA

REPOSITORIO INSTITUCIONAL  
PIRHUA

# EL VALOR MOBILIARIO COMO ELEMENTO OBJETIVO DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Luis Bulnes-Jiménez

Piura, diciembre de 2018

FACULTAD DE DERECHO

Área Departamental de Derecho

Bulnes, L. (2018). *El valor mobiliario como elemento objetivo de la regulación del Mercado de Valores* (Tesis para optar el título de Abogado). Universidad de Piura. Facultad de Derecho. Programa Académico de Derecho. Piura, Perú.



Esta obra está bajo una licencia

[Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivar 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

[Repositorio institucional PIRHUA – Universidad de Piura](https://repositorio.institucional.pirhua.edu.pe/)

**UNIVERSIDAD DE PIURA**  
**FACULTAD DE DERECHO**  
**PROGRAMA ACADÉMICO DE DERECHO**



**El valor mobiliario como elemento objetivo de la regulación del  
Mercado de Valores**

**Tesis para optar el título de Abogado**

**Luis Mauricio Bulnes Jiménez**

**Asesor: Dr. Álvaro Zegarra Mulánovich**

**Piura, diciembre 2018**



## **Aprobación**

Tesis titulada “*El valor mobiliario como elemento objetivo de la regulación del Mercado de Valores*” presentada por el bachiller Luis Mauricio Bulnes Jiménez en cumplimiento con los requisitos para optar por el Título de Abogado, fue aprobada por el Director Dr. Álvaro Zegarra Mulánovich.

---

Director de Tesis



## **Dedicatoria**

A mi familia, porque esta tesis ha sido un esfuerzo conjunto.



## **Agradecimiento**

A mi asesor, el Dr. Álvaro Zegarra, por sus consejos y paciencia.



## RESUMEN ANALÍTICO – INFORMATIVO

Título de la tesis: **El valor mobiliario como elemento objetivo de la regulación del Mercado de Valores.**

Autor de la tesis: **Luis Mauricio Bulnes Jiménez.**

Asesor o director de la tesis: **Dr. Álvaro Zegarra Mulánovich.**

Tipo de tesis: **Tesis de título.**

Título que opta: **Licenciado en Derecho.**

Institución. Facultad: **Universidad de Piura. Facultad de Derecho.**

Fecha de sustentación: **Lima, ..... de 2018.**

**Palabras claves:** Derecho mercantil, derecho bursátil, valores mobiliarios.

**Descripción:** Trabajo de Investigación en Derecho perteneciente a la línea de investigación de Derecho mercantil. El autor presenta el resultado de la investigación acerca de la necesidad de abandonar el concepto de valor mobiliario en nuestro ordenamiento jurídico y reemplazarlo por el de instrumento financiero.

**Contenido:** El texto del trabajo de investigación está dividido en tres partes. La primera analiza la regulación del mercado de capitales dentro del derecho financieros; así como la importancia de la revelación de información para los valores mobiliarios. La segunda parte desarrolla tanto doctrinal como jurisprudencialmente el concepto de *security* norteamericano como referente comparado. La tercera parte, finaliza con el estudio del valor mobiliario en la regulación peruana, tanto en la LMV como en la LTV. Asimismo, se explica su conexión con el concepto de oferta pública y se lo compara con el desarrollo del *security*.

**Metodología:** El estudio emprende un análisis de tipo cualitativo, mediante la revisión de los conceptos que ha desarrollado la doctrina nacional y extranjera, tanto desde el ámbito del derecho como de la economía. A su vez, se ha analizado la jurisprudencia relevante emitida por la autoridad administrativa peruana y por las cortes norteamericanas.

**Conclusiones:** El valor mobiliario como elemento objetivo de la regulación del mercado de capitales presenta diversos problemas al asociarse al mismo término contenido en la Ley de Títulos Valores. Este elemento objetivo se debería construir con base en dos elementos (i) la realización una oferta al público; y, (ii) el hecho de que la invitación tenga como objeto participar en una empresa en sentido funcional. De este modo se adecuaría al propósito de protección del derecho del mercado de capitales.

**Fuentes:** Artículos de revistas, libros y jurisprudencia peruana y norteamericana reseñados en la bibliografía.

**Fecha de elaboración resumen:** 04de diciembre de 2018.



## Abreviaturas

BVL	Bolsa de Valores de Lima
CC	Código Civil peruano, aprobado mediante Decreto Legislativo N° 265
CdC	Código de Comercio peruano
CONASEV	Comisión Nacional Supervisora de Empresa y Valores, ahora SMV
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LFI	Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobada mediante Decreto Legislativo N° 862-1996
LGS	Ley General de Sociedades, Ley N° 26887
LMV	Texto único ordenado de la Ley del mercado de valores, aprobado mediante Decreto Legislativo N° 861
LTV	Ley de Títulos Valores, Ley N° 27287
RAI	Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado mediante Resolución SMV N° 034-2015
RFI	Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobado mediante Resolución SMV N°029-2014
RHI	Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, aprobado mediante Resolución SMV N° 005-2014
ROPP	Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de valores mobiliarios, aprobado mediante Resolución Conasev N° 141-1998
RPMV	Registro público del mercado de valores
SBS	Superintendencia de Banca, Seguros y AFP
SMV	Superintendencia del Mercado de Valores
SEC	Securities Exchange Commission



## Índice

	pág.
<b>Introducción</b> .....	1
<b>Capítulo 1 El valor mobiliario como forma de instrumentación de inversiones</b> .....	5
1.1. Introducción histórica: el surgimiento de la Bolsa de Valores y el derecho del mercado de capitales.....	5
1.2. El mercado financiero. Sectores del mercado financiero: bancario y mercado de valores.....	9
1.3. El mercado de capitales: mercado primario y mercado secundario.....	11
1.4. Delimitación del ámbito de protección del Derecho del mercado de capitales .....	12
1.4.1. Distinción entre Derecho financiero, Derecho del mercado de capitales y Derecho bursátil .....	12
1.4.2. El Derecho del mercado de capitales como Derecho mercantil .....	14
1.4.3. Elementos del Derecho del mercado de capitales. Delimitación del ámbito de protección del Derecho del mercado de capitales .....	16
1.4.4. Principios de la regulación del mercado de capitales.....	17
1.4.4.1. Principios fundamentales: principio de eficiencia y el principio de protección al inversor o ahorrador .....	17
1.4.4.2. Principio de ofrecimiento público a los ahorradores.....	19
1.4.4.3. Principio de profesionalidad y principio de igualdad.....	20
1.4.4.4. Principio de información .....	23
1.5. Importancia de la revelación de información en la regulación del mercado de capitales .....	25
1.5.1. Funciones de la información en los Mercados Financieros: ¿por qué es necesaria la revelación de información? .....	26
1.5.1.1. Características particulares de los instrumentos financieros .....	27
1.5.1.2. Incrementar la confianza del mercado.....	28
1.5.1.3. Problemas de agencia .....	30
1.5.1.4. Eficiencia en el mercado de valores: determinación del precio .....	34
1.5.2. ¿Por qué las empresas revelan información?: voluntaria u obligatoria .....	37
1.5.2.1. Asimetría informativa y la información como bien público .....	37
1.5.2.2. Externalidades positivas .....	40

<b>Capítulo 2 Concepto anglosajón de <i>security</i> como referente comparado</b> .....	41
2.1. Desarrollo en el <i>Securities Act</i> de 1993 y <i>Securities Exchange Act</i> de 1994 .....	41
2.2. Desarrollo jurisprudencial y principales características .....	47
2.2.1. El contrato de inversión .....	47
2.2.1.1. Que una persona invierta su dinero .....	49
2.2.1.2. En una empresa en común .....	51
2.2.1.3. Sea llevado a esperar ganancias .....	53
2.2.1.4. Derivado solo de los esfuerzos del promotor o de una tercera parte.....	54
2.2.2. <i>Shares</i> (acciones) .....	56
2.2.3. <i>Notes</i> (papeles comerciales).....	57
2.2.4. Cláusula contextual.....	59
<b>Capítulo 3 El valor mobiliario en el Derecho peruano del mercado de valores</b> .....	61
3.1. Antecedentes: el valor mobiliario como título valor. Concepto de título valor y principales características .....	61
3.2. Concepto de valor mobiliario en la LTV y en la LMV .....	62
3.3. Principales características .....	65
3.3.1. Emisión en masa .....	66
3.3.2. Negociabilidad .....	68
3.3.3. Derechos incorporados: propósito de inversión.....	73
3.4. Otras características de los instrumentos que sean títulos valores.....	74
3.4.1. Relación con el contrato originario (negocio de emisión).....	74
3.4.2. Literalidad .....	75
3.4.3. Causalidad- Autonomía .....	76
3.5. Distinción entre valor mobiliario y valor negociable .....	76
3.6. ¿Numerus clausus? .....	78
3.7. Relación del concepto de valor mobiliario con la Oferta Pública de Valores .....	80
3.7.1. Definición de Oferta Pública .....	80
3.7.2. Diferencias con otras ofertas al público.....	83
3.7.2.1. Relación con la oferta al público civil.....	83
3.7.2.2. Diferencia con la constitución de sociedades por oferta a terceros de acciones .....	87
3.7.3. Oferta pública – oferta privada .....	88
3.7.4. Desarrollo jurisprudencial peruano.....	89

3.7.5. Relación con los valores mobiliarios .....	94
3.8. ¿Es equivalente el concepto de security al de valor mobiliario?: una aproximación .....	96
3.9. Problemas con una definición de valor mobiliario .....	99
<b>Conclusiones .....</b>	<b>103</b>
<b>Referencias bibliográficas .....</b>	<b>105</b>
<b>Jurisprudencia .....</b>	<b>117</b>



## Introducción

El concepto de valor mobiliario es central para la regulación en tanto cumple principalmente una “función sistemático-ordenadora” desde distintas perspectivas. El valor mobiliario se ha considerado normalmente como un elemento principal para delimitar la intervención de la regulación del Mercado de Valores pues precisa la cobertura de protección de los inversionistas. Así, “analizar el alcance del concepto de «valor» no es una discusión puramente teórica sino que tiene importantes efectos prácticos pues el concepto de valor es uno de los instrumentos de política legislativa para definir la cobertura de protección a los inversionistas”. En otras palabras, quien invierte en valores goza de un grado de protección mayor que quien invierte en títulos que no corresponden a dicha categoría (Remolina 2011: 13). Al determinarse que en una transacción intervienen valores mobiliarios surgirán normalmente los deberes de información asociados a la protección de los inversionistas, los cuales se encuentran presentes en casi todos los ordenamientos modernos que desarrollan las transacciones con instrumentos financieros.

En el caso peruano, el concepto de valor mobiliario es central desde el punto de vista de la técnica legislativa adoptada pues en torno a él se circunscribe parte del ámbito material de la regulación del Mercado de Valores (Barrachina 2011: 130). En ese sentido, el artículo 1 LMV dispone que, salvo mención en contrario las disposiciones de la norma no alcanzan a la oferta privada de valores. Asimismo, el régimen primario de transmisión en estos mercados está destinado solo a los valores mobiliarios dado que uno de los elementos característicos de la Oferta Pública, tal como se prevé en el artículo 4 LMV, es la realización de actos jurídicos referidos a la adquisición de valores mobiliarios.

Por otro lado, ya desde un punto de vista conceptual, la distinción entre los diversos tipos de mercados financieros atiende principalmente al tipo de bienes negociados en cada uno (Barrachina 2011: 42). El mercado de valores sería el espacio en el cual se intercambiarían bienes de características especiales: los valores mobiliarios. En ese sentido, pareciera que la normativa sólo alcanzaría a tutelar las decisiones de inversión que recaigan sobre valores mobiliarios partiendo que la diferenciación tradicional de los mercados financieros en tres sectores (bancario, seguros y mercado de valores) atendía a los productos y bienes negociados en cada sector<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Esta postura, sin embargo, no es unánime, pues aunque no se cuestiona que el Derecho de mercado de valores se caracterizaría por ser un ordenamiento de tipo objetivo el cual se concentra en los valores mobiliarios, el

Tal como se encuentra regulado actualmente el mercado financiero, también el concepto de valor mobiliario cumple una función habilitante como activo invertible. En el caso de participantes altamente regulados tales como las Administradoras de Fondos de Pensiones o compañías de seguros, la normativa restringe las posibles inversiones que podrían realizar; sin embargo, se considera a los valores mobiliarios como un instrumento compatible al cumplir ciertas características. En el mismo sentido, los Fondos de Inversión Públicos<sup>2</sup> y los Fondos Mutuos<sup>3</sup> como patrimonios autónomos se encuentran conformados, entre otros activos, por valores mobiliarios. Así, un instrumento atípico podría aun calificar como invertible para los mencionados vehículos si es subsumible dentro de la categoría de valor mobiliario<sup>4</sup>. Es interesante también las implicancias del concepto en la delimitación de las funciones de determinados sujetos inscritos en el RPMV, los cuales se caracterizan por tener un objeto exclusivo de modo que solo pueden dedicarse a actividades complementarias bajo la autorización de la SMV. Así por ejemplo, se puede llegar a determinar que los sujetos que administren patrimonios autónomos tales como las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión en Valores, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y las Sociedades Titulizadoras, estén desempeñando funciones no autorizadas cuando los instrumentos que emitan no se consideren valores mobiliarios.

Por otro lado, también hay que destacar el rol que juega esta definición desde una dimensión internacional de las transacciones financieras. En caso en una transacción internacional intervengan valores mobiliarios se aplicarán convenciones específicas de selección de ley aplicable. A menos que una cláusula de elección de ley aplicable se encuentre inserta en el contrato, la naturaleza legal de una determinada transacción es esencial para determinar el derecho sustantivo que regulará el contrato (Castellano 2012: 459). El criterio de *Place of the Relevant Intermediary Approach* (PRIMA) adoptado por la *Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary* o *Hague Securities Convention* así como por la Directiva de la Unión Europea sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores de 1988, se centra en la ubicación del intermediario, en vez del principio clásico *lex loci rei sitae*; lo que implica una

---

Derecho del mercado de crédito sería un "Derecho profesional que tiene por objeto las entidades de crédito y su actividad" (Zunzunegui 2000: 23).

<sup>2</sup> En ese sentido, véase el artículo 27 LFI junto al artículo 77 RFI.

<sup>3</sup> Véase el artículo 249 LMV y el capítulo VI del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras.

<sup>4</sup> Esto no quiere decir que *per se* el instrumento calificará como admisible para inversión pues aun en el caso de valores mobiliarios estos deberán cumplir determinados requisitos normativos. Sin embargo, se evitará descartar nuevas formas de financiamiento por no encontrarse listadas de manera taxativa. Para un parecer distinto véase (Luna 2017).

categorización diferente en la elección de la ley aplicable si intervienen valores mobiliarios en la operación<sup>5</sup>.

Como se ha podido observar, el concepto de valor mobiliario es central en distintos ámbitos. En el presente trabajo nos centraremos en su relevancia para el Derecho del Mercado de Valores. En ese sentido, se analizará en primer lugar la noción de *security* en el Derecho anglosajón como referente comparado, desarrollado tanto en el *Securities Act de 1993* y *Securities Exchange Act de 1994*, debido a que gran parte de la regulación actual de esta área así como los debates doctrinales referidos al rol de aquella están basados en la problemática aún no resuelta del concepto de *security* en Norteamérica. El debate en torno a la delimitación del *security* ha llevado a diversos autores a plantearse de manera paralela e indispensable, las bases del Derecho del mercado de capitales y la importancia de la obligación de revelar información para este tipo de instrumentos financieros. Hay que advertir que gran parte de la discusión sobre el tema se centra en aspectos propios del Análisis Económico del Derecho. Se determinará en qué medida el concepto de *security* puede asimilarse al de valor mobiliario en la tradición continental.

Posteriormente, acotaremos el concepto de valor mobiliario dentro de la categoría de título valor, diferenciándolo a su vez del valor negociable, desarrollando las posturas que sobre él se discutieron doctrinalmente en España antes de que dicho país adopte la categoría de instrumento financiero.

Por último, se buscará brindar los elementos para una definición adecuada de “valor mobiliario” con base en las normas peruanas: la LMV y la LTV. Las características de masividad, negociabilidad y propósito de inversión, presentes en la regulación peruana y también desarrolladas en cierta medida en la norteamericana, serán profundizadas con la finalidad de determinar su carácter esencial o no. A su vez, ellas permiten conectar al valor mobiliario como elemento que facilita la intervención de la SMV con el estudio de las ofertas públicas.

Al constatarse que nuevos vehículos de inversión se siguen desarrollando, se acentúa la importancia de tener un marco claro para decidir cuáles estarán regulados por la normativa del mercado de capitales (Chiappinelli 1992: 960). La imposibilidad de predecir de manera

---

<sup>5</sup> En efecto, el progresivo abandono en algunas jurisdicciones de un sistema directo de posesión y ejercicio de los derechos asociados con los valores hacia uno indirecto caracterizado por la desmaterialización e inmovilización, hacía inoperativo determinar la ley aplicable con base a la ubicación del bien. En el caso peruano, si bien los valores pueden estar desmaterializados no existe el esquema de inmovilización. En ese sentido, al igual que España, estaríamos ante un sistema directo en el cual los inversionistas son propietarios directos de los derechos derivados de los valores, necesitando solo colaboración de un intermediario para su ejercicio. Véase (Garcimartín 2006).

precisa si los instrumentos que se desarrollen serán valores mobiliarios puede obstaculizar la innovación financiera así como supone una falta de conexión con los intereses del mercado (Chiappinelli 1992: 967). Los nuevos métodos de inversión incrementan las opciones de financiamiento a aquellas empresas necesitadas de capital. Asimismo, los ahorristas tienen nuevas formas para acceder al mercado de capitales; lo que en última instancia ayuda a disminuir el costo total del capital.

## **Capítulo 1**

### **El valor mobiliario como forma de instrumentación de inversiones**

#### **1.1. Introducción histórica: el surgimiento de la Bolsa de Valores y el Derecho del mercado de capitales**

El desarrollo del derecho del mercado de capitales regula dos situaciones que tienen su origen en dos momentos históricos distintos (Siems 2008: 3):

- 1) la posibilidad de que personas jurídicas levanten capital a través de la emisión de distintos tipos de instrumentos y
- 2) que dichos instrumentos sean negociados en un mercado específico.

Es recién en épocas recientes que convergen ambos elementos y configuran el mercado de capitales tal como lo conocemos ahora.

Aunque va más allá del presente trabajo hacer un recuento del origen histórico de la personalidad jurídica de la empresa, conviene destacar que es con el surgimiento de la sociedad de responsabilidad limitada que se desarrolla la inversión financiera al permitir que un socio solo aporte capital y acote los riesgos asumidos. Este tipo de coordinación de la actividad económica permite una separación de activos con dos componentes: la distinción de los activos propios de la organización económica de los pertenecientes a los accionistas y administradores; y, consecuentemente, la asignación de prioridades a los acreedores en los distintos conjuntos de activos, ya sea como un derecho prioritario de los acreedores de la empresa sobre los activos asociados a sus operaciones o la garantía de los acreedores personales de los accionistas sobre sus activos personales respecto a los acreedores de la entidad (Hansmann 2003: 18-19). La regla de responsabilidad limitada que impide a los acreedores de la sociedad ejecutar los activos personales de los accionistas es un reflejo de esta última asignación de prioridades y tiene una importancia clave en el surgimiento de las sociedades actuales, pero es central para el mercado de capitales la prioridad que se otorga a los acreedores de los socios sobre los activos de esta última pues garantiza que ellos no puedan forzar la liquidación de los activos sociales (Hansmann 2003: 19). Con base a la misma regla, se favorecen estructuras permanentes de capital desincentivando la liquidación

así como reduciendo el costo del crédito al tener los acreedores que evaluar únicamente el riesgo de las actividades de la sociedad y no el de los accionistas<sup>6</sup>.

El financiamiento de las actividades empresariales se realiza para dichos entes apelando a la banca o directamente al ahorro público mediante la emisión de diversos instrumentos. Aunque en sus inicios el levantamiento de fondos a través de este último mecanismo estaba vinculado irremediabilmente a la realización de una sola actividad empresarial, siendo recuperable la inversión solo al final de la ella; se produce un cambio de paradigma a partir de 1642 cuando la Compañía Unida de las Indias Orientales adopta una nueva estructura de capital permanente que no es disuelta al final de cada viaje sino que permite a sus accionistas recibir dividendos de su inversión (Siems 2008: 5). Es a partir de la adopción de este modelo por parte de las compañías que se desarrolla un mercado secundario de negociación de valores tal como lo conocemos ahora, al surgir con más urgencia la necesidad de contar con la posibilidad de abandonar una inversión mediante la venta de las acciones (Siems 2008: 5). De este modo, históricamente aparece un mercado especializado en la negociación de los instrumentos ofrecidos.

Aunque existe cierta duda de cuál fue la primera Bolsa instaurada<sup>7</sup> - si la de Brujas en 1409 o la de Amberes en 1531<sup>8</sup> - el hecho es que ninguna de las dos es propiamente una Bolsas de Valores, pues en ambas se intercambiaba también moneda extranjera o deuda. Hablando con propiedad, se considera generalmente a la de Amsterdam, en 1611, como la primera en ofrecer una plataforma especializada debido a la demanda creciente por acciones en la Compañía Unida de las Indias Orientales. Creada inicialmente como un mercado de commodities, se convirtió en un mercado de valores a la par que las características de las acciones evolucionaron a como las conocemos ahora: unidades de valor como inversión en una empresa permanente, pudiendo ser vendidas a voluntad (Stringham 2001: 326). En ese sentido, no es ocioso evidenciar que el mercado de capitales se desarrolla en primer lugar

---

<sup>6</sup> Ese parece ser el sentido que le otorgan Henry Hansmann y Reinier Kraakman al afirmar que “la necesidad de la separación afirmativa de activos puede haberse evidenciado recién cuando los negocios crecieron al punto de necesitar un número sustancial de socios, haciendo difícil para los acreedores del negocio verificar la solvencia crediticia de los varios socios del negocio”. (Hansmann 2003: 45).

<sup>7</sup> Linguísticamente existen dos posibles explicaciones para el término “bolsa”: podría derivar directamente de la palabra latina medieval *bursa* la cual nombraba, entre otras cosas, carteras o billeteras; término que a su vez deriva del griego antiguo para referirse a pelo o piel. La alternativa es que su origen esté en el nombre de una familia de comerciantes de Brujas, los van der Burse, derivado a su vez del término latino (Fleckner 2013: 516).

<sup>8</sup> La cuestión del surgimiento de las primeras Bolsas va ligada irremediabilmente la problemática de qué las distingue de cualquier otro tipo de mercados o ferias. Aunque las ferias han existido desde tiempos antiguos, hasta este momento no habían cumplido la función de servir de intermediarios de activos negociables con un alto grado de estandarización (Fleckner 2013: 524-525).

como un mercado de inversión, y su vinculación histórica con las Bolsas está ligada a una necesidad práctica de especialización que es a su vez contingente.

Posteriormente con la industrialización y la consecuente necesidad de capital para su desarrollo, la emisión de valores se hizo cada vez más importante. Para 1830, el *boom* global de la industria del ferrocarril demandaba grandes volúmenes de capital a largo plazo incentivando el financiamiento a través de acciones y bonos (Fohlin 2014: 5). Es el proceso de la industrialización con grandes requerimientos de capital el que dio lugar al surgimiento de las bolsas modernas (Fleckner 2013: 534). Por otro lado, se consolidó el modelo de responsabilidad limitada y el abandono del sistema de concesión (*octroi*) para la constitución de una empresa (Siems 2008: 6). Si bien era posible que cualquiera emita deuda, solo cierto tipo de corporaciones podía emitir acciones sujetas a complejas autorizaciones gubernamentales, las que al ser eliminadas facilitaron el proceso de incorporación (Fohlin 2014: 5).

La historia del mercado de capitales se desarrolla, pues, de manera paralela al surgimiento de las Bolsas como mercados en los que se intercambian instrumentos con alto grado de estandarización. Dos tipos de características destacan en estos mercados: la negociabilidad de los instrumentos negociados y la estandarización del proceso de *trading* con la consiguiente fijación de precios (Fleckner 2013: 516). Sin dejar de lado las otras funciones que cumplen, tales como la disseminación de información o la posibilidad de autorregulación, desde un punto de vista económico, las Bolsas tienen como rol esencial promover la conversión de inversiones de corto plazo en proyectos de largo plazo (Fleckner 2013: 517). Las empresas requieren constantemente financiamiento para sus proyectos de largo plazo, lo que en principio supondría que los accionistas no retiren el capital proporcionado por un período similar al del proyecto. De este modo, la Bolsas proporcionan un mercado en el cual los accionistas tienen la opción de vender sus participaciones sin tener que esperar al término de la empresa para recuperar su valor. Este es un elemento esencial en la decisión de inversión, pues muy pocos inversionistas estarían dispuestos a proporcionar capital si no contaran con la posibilidad de retirarlo en un período muy largo de tiempo. Las Bolsas tienen esta función transformativa conectando inversionistas con aquellos necesitados de capital con bajos costos de transacción (Fleckner 2013: 517).

En general las Bolsas ayudan a que los mercados de valores funcionen como proveedores de liquidez. La liquidez es aquella característica que asegura al inversionista la posibilidad de comprar o vender el instrumento en cuestión con relativa rapidez y a un precio similar al mejor estimado que el mercado considere como el valor de aquel. Este precio se

determinará con base al valor presente de los flujos futuros que otorgue el instrumento (Macey 1990: 1012). La conexión de las Bolsas con dicha función, aunque históricamente relevante, es contingente. Evidencia de lo anterior es que la negociación de los valores mobiliarios puede realizarse actualmente sin la mediación de una Bolsa en sentido estricto. Asimismo, su función como proveedores de liquidez se basaba principalmente en los beneficios vinculados a ser un lugar que centraliza información; función que en sus comienzos solo podía realizarse si se contaba con un espacio físico de negociación de carácter permanente.

La inexistencia de un sustituto al mercado físico centralizado convirtió a las Bolsas en el medio natural de negociación de valores. Sin embargo, con el surgimiento de la tecnología, plataformas computarizadas pueden cumplir funciones similares a las de un espacio geográfico fijo (Macey 1990: 1020). De este modo, la facilitación de la negociación secundaria, aunque en sus inicios vinculada a las Bolsas no lo es de modo necesario; es por ello que preferimos la denominación de “Derecho del mercado de capitales” a “Derecho bursátil” pues esta última solo evidencia uno de los aspectos de un fenómeno mucho más amplio.

Por otro lado, desde el punto de vista regulatorio, hay que resaltar que desde sus inicios estaba orientada a asegurar el comercio justo y honesto, dada la importancia del sector en la economía. Valga como ejemplo la sección 2 del *Securities Exchange Act*, norma fundamental estadounidense concerniente al mercado de valores y a la que nos referiremos constantemente, la cual menciona que las transacciones con valores están afectadas con un “interés público nacional” que haría necesaria su regulación y control. Posteriormente, la sección 3 alude a que frecuentemente los precios de los valores son susceptibles de manipulación y la diseminación de aquellos da lugar a excesiva especulación.

Esta normativa es reflejo de la llamada regulación del *New Deal* la cual se emitió como respuesta al crash de 1929 atacando dos especiales preocupaciones: los inversionistas habían sido engañados en gran medida por la manipulación del mercado y, la posterior exacerbación de la crisis por la falta de confianza en el mercado (Austin 2017: 223). Si bien en sus inicios, el impulso regulatorio fue coyuntural, bajo el impulso de Estados Unidos, este sistema se ha extendido. Actualmente la justicia en los mercados es uno de los principales objetivos de IOSCO, tal como se lee en el documento *Objectives and Principles of Securities Regulation*.

Así, aunque la preocupación por la integridad y justicia de los mercados en la regulación de los mercados de valores normalmente se orienta a la eliminación de prácticas

abusivas, en realidad es mucho más amplia. Los poderes otorgados a los reguladores se dirigen también a garantizar un acceso libre a los mercados y facilitar que las transacciones se lleven a cabo de manera sencilla y en un mercado donde los participantes sean tratados con equidad. Ello supondrá también que se brinde información transparente y certera de los precios de los valores a todos al mismo tiempo, así como información sobre el emisor (Austin 2017: 239-240).

## **1.2. El mercado financiero. Sectores del mercado financiero: bancario y mercado de valores**

Con la finalidad de entender el funcionamiento del mercado de capitales es preciso en primer lugar hacer una referencia al mercado financiero. En función a los recursos existentes el mercado como mecanismo de intercambio se clasifica en:

- 1) los mercados de productos (bienes y servicios) y
- 2) los mercados de factores (trabajo y capital)

Toda economía para el desarrollo de sus actividades necesita acceder a financiación. El mercado financiero permite la movilización de capitales, canalizándolos a sus usos más productivos y mitigando riesgos (Barrachina 2011: 47). Así, la función económica de dichos mercados es la eficiente asignación del capital al crear las condiciones necesarias para que la demanda de capital satisfaga a la oferta. De igual modo se facilita que el acceso al capital se realice a un menor costo. El Estado ha sido consciente de la importancia del mercado financiero para la economía, por lo que su desarrollo legislativo como sector especial fue casi necesario. Como señala Zunzunegui, el Derecho financiero, del cual el Derecho del mercado de capitales sería parte integrante, es una disciplina que comprende el “estudio del conjunto de normas que regulan los mecanismos que permiten garantizar la eficiente asignación del ahorro a la inversión” (Zunzunegui 2001: 21). En efecto, existen dos modalidades de asignación del ahorro:

- 1) la indirecta a través de la Banca<sup>9</sup> y
- 2) la directa mediante el mercado de capitales.

---

<sup>9</sup> Normalmente el mercado de seguros es considerado como una tercera modalidad de asignación del ahorro; sin embargo, para el propósito del presente trabajo no será analizado.

En el mercado de crédito participa una entidad de crédito, que actúa como intermediaria recibiendo fondos del público que llevan aparejados la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones análogas (Barrachina 2011: 51). De este modo, en la actividad bancaria existe una interposición de la banca entre los ahorristas y aquellos que necesitan financiamiento, al ser el intermediario quien concede el crédito por cuenta propia. Por su parte, en el mercado de capitales el mecanismo de asignación de ahorro a la inversión es directo pues no existe un intermediario equivalente en la operación<sup>10</sup>. Así, este mercado cumple la función descrita mediante la realización de diversos negocios sobre valores mobiliarios (Zunzunegui 2001: 22). Por su parte, el simple crédito, en tanto no incorporado a un instrumento financiero, carece de las características necesarias para ser susceptible de un tráfico generalizado e impersonal propio del mercado de capitales (Zunzunegui 2001: 21-22). En ese sentido, si en el ámbito de lo bancario se trafica con el crédito, en el bursátil con los valores negociables (García Pita s/f: 14).

Si bien teóricamente la distinción entre el sector bancario y el mercado de capitales es clara, la línea divisoria entre ambos mercados se ha ido borrando con la aparición de nuevos instrumentos tales como los créditos sindicados, los cuales trataremos brevemente en la sección 6 del capítulo 3. Si bien la regulación financiera ha sido diseñada individualizando instituciones e instrumentos específicos, esta postura resulta fragmentada con base en la proliferación de intereses híbridos (Heminway 2012: 363-364). Por otro lado, regulatoriamente existe una tendencia a la unificación de los criterios para el tratamiento de ciertas materias evidenciada internacionalmente en el foro conjunto entre el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) en distintas materias. Esta convergencia se explica también por la globalización de los mercados financieros conjuntamente con la proliferación de conglomerados financieros con operaciones en distintos sectores poniendo de relieve la necesidad de cooperación para su supervisión.

En general, desde un punto de vista conceptual, los mercados de capitales funcionan como instituciones de propiedad, al ser mecanismos colectivos que reducen los costos de mantener e intercambiar recursos (Van Zandt 1991: 970). La creación de mecanismos

---

<sup>10</sup> Hay que tener en cuenta que el entendimiento acerca del mercado de capitales como un mecanismo de asignación directa del ahorro a la inversión, parte de una postura tradicional. No se puede negar, sin embargo, que en este mercado existe otro tipo de intermediación, menos intensiva que la Banca, representada en la participación de las Bolsas de Valores y los agentes de intermediación. Solo en el caso del *crowdfunding* parecería que se podría llegar a una verdadera desintermediación.

colectivos de intercambio garantiza la seguridad y eficiencia de las transacciones<sup>11</sup>. Ante las características particulares de los instrumentos negociados relacionadas al papel que juega la información en la determinación de su valor, la regulación del mercado de capitales ofrece un medio por el cual se imponen costos fijos que pueden ser ampliamente distribuidos entre todas las partes. Así por ejemplo, la asimetría informativa presente al momento de determinar las características del valor se remedia con la imposición de un deber general de revelar; la centralización de la negociación en una Bolsa reduce los costos de búsqueda de contraparte y la fijación de una cotización oficial los costos de búsqueda de mejor precio. De igual modo, el riesgo de incumplimiento de contraparte así como los costos en el procedimiento de liquidación se aminoran con la regulación sustantiva de las entidades de compensación y liquidación de valores (Van Zandt 1991: 976- 984).

Hay que señalar que la regulación del mercado es solo uno de los mecanismos por los que se puede optar para reducir los costos de transacción. Por regulación entendemos al “conjunto de actuaciones públicas a través de las cuales se ordena el ejercicio de la iniciativa privada, con la finalidad de proteger los derechos de terceros, evitar la producción de daños y promover el interés general” (Laguna 2016: 32). Sin embargo, es posible aminorar los costos de transacción parcialmente a través de esquemas o formas de organización alternativas como los mercados privados de transacciones directas entre contrapartes, mercados descentralizados de *dealers* o sistemas que únicamente provean cotización de valores, sin necesidad de recurrir a las bolsas reguladas (Van Zandt 1991: 993-1004). Para los casos norteamericano y peruano que analizaremos se ha optado por el mecanismo regulatorio justificándose en los argumentos que veremos en la sección 5.

### **1.3. El mercado de capitales: mercado primario y mercado secundario**

Como señala Cachón Blanco, económicamente, el mercado de capitales como parte del sistema financiero incluye las relaciones de crédito y financiación entre un sujeto demandante de capital y un número elevado de ahorradores a través de valores negociables. Por otro lado, jurídicamente, este mercado tiene por objeto las emisiones (mercado primario) y las transmisiones a título de compraventa o préstamo de los valores (negociación secundaria) (Cachón 1997: 37). La línea divisoria entre los mercados primarios y secundarios sirve para “deslindar las etapas lógicas y cronológicas correspondientes al desenvolvimiento en el tráfico de aquellos derechos o títulos nacidos de un contrato de financiación” (Ibáñez

---

<sup>11</sup> De acuerdo a Demsetz, las instituciones de propiedad permiten “guiar los incentivos para lograr una mejor internalización de las externalidades” (Demsetz 1967: 348).

2001: 110). De este modo, la distinción presta atención a un determinado momento del proceso de financiamiento (Zunzunegui 2001: 22):

- 1) al momento inicial cuando el sujeto financiado recaba fondos existe una relación jurídica financiado – emisor;
- 2) mientras que el mercado secundario o de negociación proporciona liquidez a los valores ya emitidos contactando a los ahorradores entre sí.

Los mercados secundarios al asegurar que la venta de los valores adquiridos se lleve a cabo con rapidez y a un bajo costo cumplen una importante función respecto a los mercados primarios. Un potencial inversionista que pueda confiar en que los valores que pretende adquirir sean líquidos, se encontrará más incentivado a realizar la inversión. La difusión de un valor entre el público a través de una oferta pública suele ser el preludeo de su admisión a cotización en un mercado organizado (Pérez- Llorca 2001: 136).

En el caso peruano, la distinción entre ambos mercados se encuentra recogida en el artículo 53 LMV el cual señala que “es oferta pública primaria de valores la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas”. Por su parte, el artículo 64 de la misma norma se refiere a la oferta pública secundaria en los siguientes términos: “es aquella que tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente. Constituyen ofertas públicas secundarias, entre otras, la oferta pública de adquisición, la oferta pública de compra, la oferta pública de venta y la oferta de intercambio”.

#### **1.4. Delimitación del ámbito de protección del Derecho del mercado de capitales**

##### ***1.4.1. Distinción entre Derecho financiero, Derecho del mercado de capitales y Derecho bursátil***

Antes de adentrarnos al estudio del Derecho del mercado de capitales, es necesario hacer una distinción entre Derecho financiero, Derecho del mercado de capitales y Derecho bursátil pues comúnmente estas denominaciones son utilizadas como sinónimos. En primer lugar, el Derecho financiero estudia los distintos mecanismos por los cuales se asigna el ahorro a las necesidades de financiamiento, “suministrando dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos” (Zunzunegui 2008: 2). De modo general, la función de los mercados financieros es transferir “recursos de las unidades

económicas superavitarias a aquellas deficitarias” (Paolantonio 2010: 262). Las modalidades por las cuales se asigna el ahorro son la llamada “directa” acudiendo al mercado de valores, y la “indirecta” a través de la banca. De este modo, el Derecho financiero incluye tanto al Derecho del mercado de capitales como también al Derecho bancario y al Derecho de las entidades de capitalización y ahorro (Abella 1995: 30).

Así como el Derecho del mercado de capitales es solo una parte del Derecho financiero, de igual modo lo es el Derecho bursátil respecto del Derecho del mercado de capitales. El Derecho bursátil, tal como lo expresa Hopt incluye dos materias de regulación: el derecho empleado en las Bolsas o Derecho de negociación bursátil y el Derecho al que se someten las Bolsas en su condición de institución o Derecho de organización bursátil.

El objeto de estudio central del Derecho Bursátil son las Bolsas como mercados de concentración espacial y temporal de operaciones, las cuales facilitan que los precios o cotizaciones de los valores se formen de la manera más objetiva posible. A su vez, al existir un privilegio operativo respecto a ciertos empresarios que negocian profesionalmente en ellas, el Derecho bursátil también se define en base a dichos empresarios y su actividad (García Pita s/f: 15). Es así que Aníbal Sánchez considera que el Derecho bursátil está compuesto por normas susceptibles de ser agrupadas en dos categorías (Sánchez 2008: 281):

“La primera abarcaría los preceptos ordenadores de aquellos específicos centros de contratación considerados en sí mismos, es decir, entendidos como establecimientos u organismos al servicio de una función general en el marco del sistema económico. La segunda comprendería aquellas otras normas que regulan las relaciones contractuales que en dichos centros se establecen, a instancia, casi siempre, de los particulares.”

En ese sentido, el Derecho bursátil supone el estudio de la organización de las Bolsas, las operaciones en ellas concurrentes así como los intermediarios que las llevan a cabo y los títulos admitidos a cotización. Bajo este supuesto, es evidente el Derecho bursátil es básicamente Derecho mercantil. Muestra de ello es el hecho de que tanto las Bolsas como los contratos bursátiles han estado tradicionalmente regulados en los Códigos de Comercio. En el caso peruano, la sección V del Libro I del CdC regulaba los lugares y casas de contratación mercantil, sección que fue derogada por el Decreto Ley N° 18353. Actualmente el título VI de la LMV contiene las disposiciones concernientes a la regulación de las Bolsas.

No se puede negar la importancia de las normas de orden público en la normativa de las Bolsas, problemática que detallaremos más adelante como una característica del Derecho del mercado de capitales. En la regulación peruana, el artículo 123 inciso d) LMV señala como una de las funciones de las Bolsas de Valores publicar y certificar la cotización de los

valores que en ella se negocien. Sin embargo, además de esta función “para-fedataria” la Bolsa es un elemento esencial del sistema financiero al constituirse como un mercado institucionalizado de títulos que garantiza las transacciones eficientes entre privados (García Pita s/f: 19-20)

Por su parte, el Derecho del mercado capitales puede definirse como el “conjunto de normas que tienen por objeto la regulación jurídica de los mercados de valores negociables” (Paolantonio 2010: 264). Como hemos indicado, el Derecho del mercado de capitales es más amplio que el Derecho bursátil, pues este último solo presta atención a la plataforma de negociación y a los instrumentos financieros siempre que se negocien en una Bolsa. En el panorama actual, la oferta y negociación de instrumentos financieros en el mercado de capitales no está irremediamente ligada a las Bolsas; por lo que preferimos la denominación de “Derecho del mercado de capitales”.

#### ***1.4.2. El Derecho del mercado de capitales como Derecho mercantil***

Como señala Paolantonio, orgánicamente, la disciplina del mercado de capitales “tiene naturaleza multidisciplinaria, con contactos con diversas ramas del ordenamiento jurídico, tanto público como privado” (Paolantonio 2010: 265). Sirva de muestra la conexión entre la contratación bursátil con el derecho privado de los contratos o la consideración de los valores mobiliarios como títulos valores, mientras que el régimen de actuación de los intermediarios y las sanciones aplicables están más ligados al Derecho público.

De ahí que el Derecho del mercado de capitales, de acuerdo a Zunzunegui, se caracteriza por ser una disciplina sectorial<sup>12</sup> perteneciente al Derecho mercantil pero con intensa influencia del Derecho público. En efecto, el Derecho del mercado de capitales es sectorial en tanto ordenación de un mercado específico y de los particulares instrumentos que en él se negocian (Barrachina 2011: 87). Por su parte, es notorio que el derecho de la regulación económica es el sector prototípico de la convergencia entre el derecho mercantil y el administrativo (Pascua 2015: 95).

Si bien la intervención de la Administración pública en esta área alcanza mayor intensidad, no sería correcto distinguir el estudio del estatuto profesional de las entidades financieras mediante el Derecho público y los contratos a través del Derecho privado pues supondría una ruptura de la disciplina profesional separar a la empresa del contrato

---

<sup>12</sup> Si bien las características aplicadas corresponden en realidad al Derecho del Mercado Financiero, en tanto para el autor existe una integración bajo unos mismos caracteres y principios, las analizaremos en la medida en que resultan aplicables al mercado de capitales (Zunzunegui 2001: 23-25)

(Zunzunegui 2001: 24). Sin embargo, es corriente mayoritaria referirse al Derecho del mercado de capitales como un derecho mixto en el que la intervención administrativa convive con normas de derecho privado (Pascua 2015: 100). La intensidad de intervención administrativa no permite hablar puramente de un Derecho privado. En ese sentido, si bien el sustrato de este derecho son un conjunto de normas mercantiles que regulan los tipos contractuales, es evidente la intervención administrativa de ordenación, regulación y supervisión (Pascua 2015: 104). Esta consideración no nos llevaría a negar que el Derecho del mercado de capitales es básicamente mercantil pues su normativa tiene por objeto una actividad empresarial: la intermediación financiera en el comercio de valores efectuada profesionalmente por entidades que asumen la forma de una sociedad mercantil y dentro de un mercado gestionado y organizado empresarialmente por otros empresarios (García Pita s/f: 24).

Hay que destacar que, desde un ámbito conceptual, el conjunto de normas que ordenan el mercado de valores constituye un ordenamiento específico dentro del Derecho mercantil cuya unidad se centra en los siguientes factores (Abella 1995: 30-31)<sup>13</sup>:

- 1) Un núcleo del ordenamiento que reside en una ley formal. Para el caso peruano sería la LMV, la cual integra todos los aspectos de distinta naturaleza que se refieren al ordenamiento de este mercado.
- 2) Existen unos principios generales que constituyen su fundamento y, a su vez, son criterios hermenéuticos para su interpretación, integración y aplicación. Estos principios son tanto aquellos comunes a la actividad económica (por ejemplo, la libre competencia), así como principios específicos al mercado de capitales (como por ejemplo, la eficiencia y transparencia de los mercados o la protección del inversionista).
- 3) Hay una unidad objetiva del sistema determinada por la realidad económica regulada.
- 4) La existencia de un ente público especializado que se encarga de su supervisión, que en el ordenamiento peruano es la SMV.

---

<sup>13</sup> Aníbal Sánchez toma una posición distinta considerándolo mero “derecho informativo”, pues no presupondrían un conjunto orgánico de normas dotadas de verdadera especialidad y efectiva independencia (Sánchez 2008: 278)

### ***1.4.3. Elementos del Derecho del mercado de capitales. Delimitación del ámbito de protección del Derecho del mercado de capitales***

La normativa de la regulación de los mercados de capitales abarcaría, de acuerdo a García Pita (García Pita s/f: 23):

- 1) Un aspecto subjetivo referido a la regulación de los sujetos profesionales de dichos mercados así como sus instituciones peculiares. El estudio de dicho aspecto abarcaría incluso las actividades de los sujetos para organizar los mercados y las obligaciones que deben cumplir las sociedades emisoras junto a los demás participantes del mercado.
- 2) Un aspecto objetivo reflejado en el régimen jurídico de los valores que se emiten o negocian en dichos mercados.
- 3) Un aspecto funcional u operativo referido a la normativa sobre los contratos típicos del mercado.

En ese sentido, la evolución del Derecho bursátil hacia un Derecho del mercado de capitales como nueva categoría jurídica referida a “la regulación jurídica de los mercados de activos financieros negociables” (García Pita s/f: 20), tendría como objeto de estudio tanto unos elementos subjetivos (emisores, inversionistas e intermediarios), como los valores objeto de negociación o los mercados como marco institucional. Este Derecho del mercado de capitales, el cual supera al Derecho bursátil, se ha desarrollado en Estados Unidos bajo el esquema del *Securities Regulation*.

En el presente trabajo, nos centraremos en el aspecto objetivo de la regulación del mercado de capitales referido al régimen de los instrumentos emitidos, que en el caso peruano toman la denominación de valores mobiliarios y en la regulación norteamericana la de *securities*. Esta acotación no impedirá que, para ciertos efectos, hagamos referencia al aspecto subjetivo o al funcional, sobre todo al ejemplificar el ámbito de intervención de la regulación. Esta perspectiva pone de manifiesto que la interrelación de los tres aspectos es necesaria para comprender el alcance de nuestro estudio. En efecto, haremos una breve explicación de los principios inspiradores de la regulación del mercado de capitales con la finalidad de aclarar los distintos aspectos de la regulación, tal como lo señala García Pita, y mostrar su interrelación.

#### ***1.4.4. Principios de la regulación del mercado de capitales***

La distinción entre los distintos aspectos del mercado de capitales es relevante por dos razones. Por un lado, evidencia que los valores mobiliarios son considerados en la doctrina tradicional, en tanto elemento objetivo, como parte importante de la regulación del mercado de valores. Teniendo en cuenta que el Derecho del mercado de capitales supone el estudio concurrente de los tres aspectos anteriormente señalados, es innegable que una delimitación de su objeto de estudio difícilmente podría ser desarrollada sin una referencia a los instrumentos negociados. Asimismo, esta distinción permite una mejor comprensión de los principios informadores de la regulación del mercado de capitales dado que afectarán o todos o alguno de los aspectos referidos<sup>14</sup>:

##### *1.4.4.1. Principios fundamentales: principio de eficiencia y el principio de protección al inversor o ahorrador*

El principio de eficiencia, predicable incluso de manera más amplia respecto al mercado financiero, supone la “la necesidad de que exista una infraestructura jurídica que permita al mercado cumplir sus funciones económicas: permitir relación fluida entre inversores y emisores para canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, a la par que servir para una más correcta y objetiva determinación de los precios” (García Pita s/f: 25). El desarrollo normativo de este Derecho debe orientarse a procurar el correcto funcionamiento del mercado como medio de interconexión entre proveedores de capital y los necesitados de aquel. Asimismo, se debe evitar que la actuación de los participantes del mercado “sea proclive a la generación de riesgos sistémicos capaces, por definición, de generar daños sociales de enorme magnitud” (Paolantonio 2010: 265).

Por su parte, el principio de protección al inversor, es una consecuencia del principio de eficiencia, pues solo cuando el inversor se sienta protegido participará en el mercado. En ese sentido, la tutela de sus intereses es esencial ya sea que participen directamente o de manera mediata en vista de que sin confianza los activos negociados no encontrarán demanda (Paolantonio 2010: 265). Hay que destacar que la referencia a la protección al inversionista no se otorga a cualquier tipo de inversionista, sino al inversionista sensato o razonable<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> La numeración de los principios se encuentra principalmente desarrollada en las notas del prof. García Pita (García Pita s/f: 25-29) a la cual nos referimos y complementamos con precisiones y ejemplos de nuestra normativa.

<sup>15</sup> Para un desarrollo más detallado véase (Páucar 2014).

Dichos principios se encuentran reflejados en distintas disposiciones de la normativa peruana. Así, el artículo 1 del Texto Único Ordenado de la Ley orgánica de la SMV, aprobado mediante Decreto Ley N° 26126, dispone que como organismo técnico especializado adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas la SMV “tiene por finalidad velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos, a través de la regulación, supervisión y promoción”. De igual modo el artículo 1 LMV señala como finalidad de la referida ley “promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista”. Por su parte, el artículo 13 LMV precisa que es una finalidad del RPMV “poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas y lograr la transparencia en el mercado”.

Estos principios informadores fundamentales también se encuentran reflejados en la normativa reglamentaria y fungen como principios interpretativos. Tal es el caso del ROPP el cual señala en su artículo 2 lo siguiente:

“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. Se entiende por mercado público, aquél en el que se realizan transacciones con valores a partir de su oferta pública.

Sin perjuicio de los demás principios aplicables, la interpretación de las disposiciones del presente Reglamento, para efectos de su aplicación, debe efectuarse en concordancia con la finalidad esbozada en el párrafo anterior”.

Es necesario resaltar que el principio de protección al inversionista sustenta una de las causales de exclusión de un valor del RPMV. En efecto, el literal f) del artículo 37 LMV precisa como causal de exclusión “cualquier otra causa que implique grave riesgo para la seguridad del mercado, su transparencia o la adecuada protección de los inversionistas”. Por su parte, respecto a valores extranjeros inscritos en el RPMV a solicitud de un Agente Promotor o la BVL, el artículo 37-A numeral 1(v) del Reglamento de Inscripción y Exclusión de Valores Mobiliarios en el RPMV y en la Rueda de Bolsa, aprobado mediante Resolución SMV N° 031-2012-SMV/01, le brinda un carácter de exclusión automática al supuesto en que

la Bolsa determine que los estándares de información o protección del inversionista en el mercado o mercados del extranjero donde se negocie el valor se han reducido.

La importancia de la protección al inversionista se manifiesta también en el sometimiento al Derecho del mercado de capitales tanto de los sujetos, como de las operaciones e instrumentos ofrecidos, siempre que se verifique la llamada “solicitud al ahorro público” (García Pita s/f: 25-26), relacionada con el siguiente principio.

#### *1.4.4.2. Principio de ofrecimiento público a los ahorradores*

El principio de ofrecimiento público a los ahorradores supone la aplicación de las normas del mercado de valores por encima de las civiles, mercantiles o administrativas cuando se verifique una apelación al ahorro. En el ordenamiento peruano, el artículo 1 LMV al definir los alcances de la ley comprende, entre otros, a las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores. Por su parte, el artículo 4 de la misma norma se refiere a las ofertas públicas como “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”.

Lo primero que resalta de la definición de oferta pública es su amplitud como una oferta dirigida al público en general o a un segmento de este; a la cual de verificarse supone la inscripción de los valores en el RPMV de acuerdo al artículo 49 LMV:

“Las ofertas públicas de valores requieren la previa inscripción de los mismos en el Registro, salvo cuando se trate de valores emitidos por el Banco Central de Reserva y por el Gobierno Central, así como la excepción contemplada en el Artículo 66 (...)”.

Por su parte, la Quinta Disposición Complementaria Final del ROPP destaca una prohibición general de distribución de valores sin información:

“Se encuentra prohibida la realización de actos tendientes a la distribución de valores entre el público o un segmento de éste, a través de una oferta pública encubierta o a través de la utilización de los mecanismos previstos en el presente Reglamento o en la Ley, a fin de evitar la aplicación de los dispositivos de tutela de los inversionistas contenidas en dichas normas o en las que las complementen”.

#### 1.4.4.3. *Principio de profesionalidad y principio de igualdad*

Sobre el aspecto subjetivo existen dos principios informadores:

- 1) el principio de profesionalidad, predicable de los empresarios que actúan en el mercado, y
- 2) el principio de igualdad referido a los inversores.

El principio de profesionalidad supone que todas las personas o entidades que participan en el mercado actúen como un diligente empresario y se garantice su calificación y solvencia. Este principio se materializa tanto en la LMV como norma integradora como en las exigencias que la normativa reglamentaria específica para cada tipo de participante en el mercado. Así, la LMV en su artículo 16-A precisa lo siguiente:

“Las personas inscritas en el Registro que actúan en el mercado de valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes de inversión como asesorando o administrando inversiones en valores por cuenta de terceros o patrimonios autónomos, deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado. Asimismo, deberán organizarse de forma que se reduzcan al mínimo los riesgos de conflictos de interés y, en situación de conflicto, dar prioridad a los intereses de sus clientes, sin privilegiar a ninguno de ellos.

Estas personas deben gestionar su actividad de manera ordenada y prudente, cuidando los intereses de los clientes como si fueran propios, asegurándose de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados”.

De modo más específico, la LMV, en su artículo 171, dispone por ejemplo un deber de diligencia, lealtad e imparcialidad en la actuación de los Agentes de Intermediación señalando además que deben otorgar prioridad absoluta al interés de sus comitentes.

Por otro lado, para las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos, el artículo 261 LMV otorga el carácter de obligación fiduciaria a las funciones de administración de Fondos. De igual modo, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, de conformidad con lo señalado en el artículo 3 RFI, se rigen por los siguientes principios:

“(…)

b) Prioridad de Intereses: Dar prioridad en todo momento a los intereses de los Fondos que administre y de sus partícipes sobre sus propios intereses, de su personal, los de sus vinculados o terceros.

(...)

d) Competencia: Disponer de recursos idóneos y necesarios, así como de los procedimientos y sistemas adecuados para desarrollar eficientemente sus actividades vinculadas a los Fondos bajo su gestión.

e) Honestidad, Cuidado y Diligencia: Desempeñar sus actividades con honestidad, así como con el cuidado y diligencia debidos en el mejor interés del Fondo y sus partícipes, evitando actos que puedan deteriorar la confianza de los participantes del mercado.

(...)

g) Objetividad y Prudencia: Actuar con exhaustiva rigurosidad profesional y moderación en la obtención, procesamiento y aplicación de la información relacionada con las decisiones de inversión, así como en la valuación de los activos del Fondo, aplicando un criterio conservador en el último caso, con el fin de cautelar los intereses del Fondo.

h) Razonabilidad: Cuidar que los gastos y costos en que incurra el Fondo se ajusten a los parámetros razonables del mercado en la gestión de los recursos del Fondo.

i) Observancia: Cumplir con las normas que regulan el ejercicio de sus actividades, así como con sus propios procedimientos internos establecidos en los manuales correspondientes”.

La profesionalidad se manifiesta de modo evidente en la obligatoriedad de la intervención de un agente de intermediación para la realización de un oferta pública de acuerdo al artículo 50 LMV<sup>16</sup>; así como en la negociación de los valores en un mecanismo centralizado que opere en una Bolsa tal como lo establece el artículo 127 LMV. De igual modo, el artículo 123 LMV señala que en caso los valores inscritos en rueda de bolsa sean negociados fuera de dicho mecanismo, se requiere el concurso de una sociedad agente quien debe certificar la transacción y liquidación oportuna de la operación.

Con las referidas disposiciones se busca garantizar la intervención de un tipo específico de empresario, el cual para operar ha pasado por una verificación correspondiente por parte de la SMV. En efecto, los distintos participantes del mercado requieren tanto una autorización de organización como de funcionamiento para el desarrollo de sus actividades. Tal es el caso, por ejemplo, de lo señalado en el artículo 168 LMV para los agentes de intermediación, el artículo 228 para las instituciones de liquidación y compensación de valores, el artículo 257 para las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión

---

<sup>16</sup> Se encuentran exceptuados de este requisito la colocación primaria de certificados de participación de fondos mutuos y de fondos de inversión, los instrumentos de corto plazo y supuestos donde interviene un inversionista institucional de acuerdo a como lo establezca alguna disposición general de la SMV.

en Valores, el artículo 273 para las empresas clasificadoras de riesgo, el artículo 307 para las sociedades tituladoras, y el artículo 354 para las empresas proveedoras de precios.

Asimismo, la decimoséptima disposición final de la LMV resalta que queda prohibida a toda persona no autorizada la realización de todo acto u operación privativa de las bolsas, agentes de intermediación, sociedades administradoras, sociedades administradoras de fondos de inversión, sociedades tituladoras, sociedades de propósito especial e instituciones de compensación y liquidación de valores.

Este principio se extiende a las personas que están involucradas en la gestión de los participantes. Así, el RAI, el cual regula la actuación de las Sociedades Agentes de Bolsa y las Sociedades Intermediarias de Valores, en su artículo 27 menciona que sus accionistas y las personas naturales que ejercen control, así como sus directores, gerentes y apoderados deben contar, en todo momento, con solvencia económica y moral, a satisfacción de la SMV. Por su parte, las Normas sobre la organización de entidades que requieren autorización de la SMV, aprobadas mediante Resolución SMV N°039-2016, las cuales establecen un marco general que regula el procedimiento de organización de las entidades inscritas en el RPMV<sup>17</sup> precisa en su artículo 4 que los organizadores deben contar en todo momento con reconocida solvencia económica y moral, a satisfacción de la SMV, la que comprende, entre otros, presentar una trayectoria de cumplimiento de principios éticos y buenas prácticas comerciales y corporativas.

Por su parte, el Principio de Igualdad se aplica tanto a las condiciones exigidas a los emisores para introducir valores al mercado como a las condiciones para que los ahorradores negocien los mencionados instrumentos a través de la prohibición general del *insider trading*. Respecto al primer punto, el artículo 17 LMV indica que la inscripción de los valores de oferta pública y los programas de emisión no requieren autorización administrativa previa lo que implica una garantía para el acceso a todos aquellos emisores que quieran participar en el mercado siempre que cumplan con presentar la información requerida por la normativa. En ese sentido, la inscripción de un valor no supone un análisis o certificación por parte del regulador de su bondad, la solvencia del emisor, ni sobre los riesgos del valor o de la oferta, tal como lo establece el artículo 22 LMV. Será el inversionista quien asumirá los riesgos de acuerdo a su retorno esperado basándose en la información disponible.

---

<sup>17</sup> Dichas entidades de acuerdo al artículo 1 de la norma son las bolsas de valores, agentes de intermediación, instituciones de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, empresas clasificadoras de riesgo, sociedades tituladoras, empresas proveedoras de precios, sociedades administradoras de fondos de inversión, empresas administradoras de fondos colectivos y empresas administradoras de mecanismos centralizados de negociación de valores de deuda pública e instrumentos derivados de estos.

Por otro lado, la prohibición general del *insider trading* contenida en el capítulo 3 subcapítulo I de la LMV, especifica en su artículo 43, que las personas que posean información privilegiada se encuentran impedidas de:

- 1) Revelar o confiar la información a otras personas hasta que ésta se divulgue al mercado;
- 2) Recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada; y,
- 3) Hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada.

#### *1.4.4.4. Principio de información*

Por último, en lo que respecta a la operatividad destaca el principio de información, en virtud del cual los emisores deben proveer la información necesaria para que el inversionista efectúe una adecuada decisión<sup>18</sup>. La relevancia de la información en el esquema regulatorio del mercado de capitales será destacada más adelante; sin embargo, conviene mencionar desde ya que el artículo 28 LMV señala que el registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a la SMV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia.

Dicha información deber ser divulgada tan pronto como el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento de él, según sea el caso. Asimismo, se destaca que la importancia de un hecho se mide por la influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor.

De igual modo, el artículo 3 literal f) RFI, señala que la actuación de las Sociedades Administradoras se debe regir por el principio de información a partícipes e inversionistas; el cual es definido de la siguiente manera:

“Informar, dentro del proceso de colocación de cuotas, sobre los atributos de rentabilidad y riesgo que caracterizan a las inversiones de los fondos de inversión. Ofrecer a los partícipes de los Fondos a su cargo toda información que pueda ser relevante para la adopción de sus decisiones de suscripción, transferencia o ejercicio de su derecho de separación, en

---

<sup>18</sup> García Pita considera también como principios referidos a la operatividad del mercado la confidencialidad, la ausencia de formalismos y la creatividad; sin embargo, no nos referiremos a ellos, pues consideramos que no vienen al caso en esta investigación.

igualdad de condiciones. Toda información a los partícipes e inversionistas debe ser clara, precisa, veraz, suficiente y oportuna”.

Es de destacar que el artículo 10 LMV precisa que toda información que por disposición de dicha ley deba ser presentada a la SMV, a la bolsa, a las entidades responsables de los mecanismos centralizados o a los inversionistas, deberá ser veraz, suficiente y oportuna. Las características de veracidad, suficiencia y oportunidad se desarrollan en la prohibición del artículo 12 LMV respecto de cualquier acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la transparencia del mercado, tales como:

“a) Proporcionar señales falsas o engañosas respecto de la oferta o demanda de un valor, en beneficio propio o ajeno, mediante transacciones, propuestas o transacciones ficticias que: i) suban o bajen el precio de los valores o instrumentos financieros; ii) incrementen o reduzcan su liquidez; o, iii) fijen o mantengan su precio, salvo lo establecido en el inciso f) del artículo 194.

(...)

b) Efectuar transacciones o inducir a la compra o venta de valores o instrumentos financieros por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento.

c) Brindar información falsa o engañosa respecto de la situación de un valor o instrumentos financieros, de su emisor o sus negocios, que por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez o en el precio de dicho valor o instrumento financiero, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, a través de los medios de comunicación, incluido internet, o cualquier otro medio.

(...)”

El principio de información debe ser entendido no solo como una obligación respecto a las declaraciones brindadas por el emisor o los asesores financieros sino también, en un sentido más amplio, respecto de cualquier tipo de información que pueda ser reflejada en el precio. De este modo, como se observa del artículo anteriormente citado, las conductas que atentan contra la transparencia del mercado no provienen solo de brindar información sobre los valores o la empresa sino a través de la realización de operaciones que proporcionan señales falsas o engañosas que brindan de modo indirecto una imagen falsa de las condiciones de un valor. Así, por ejemplo, la continua realización de transacciones sobre un valor sin sustento económico aparente puede afectar la apreciación de liquidez que sobre el valor tiene

un potencial inversionista. Esta información errónea puede llevarlo a tomar una decisión de compra que, si supiese la condición real del valor, no tomaría. No es necesario que la información sea un comunicado indicando que el valor es líquido cuando en realidad no lo es sino que las transacciones engañosas tendrán el mismo efecto.

### **1.5. Importancia de la revelación de información en la regulación del mercado de capitales**

La regulación federal del Mercado de Valores en Estados Unidos, modelo de la regulación de este mercado en el mundo, fue promulgada en los años 30s durante la Gran Depresión, con el propósito principal de proteger a los potenciales inversionistas de distintos abusos, así como desincentivar el frenesí especulativo (Choi 2008: 1). Ahora bien, surge de manera natural la cuestión del rol del Derecho del mercado de capitales como aquel que garantiza que los agentes económicos tengan la información necesaria para poder tomar las decisiones adecuadas (Enriques 2014: 2).

Tal como hemos explicado en los distintos principios, el Derecho del mercado de capitales se orienta a la protección del inversionista o ahorrador en la toma de decisiones económicas dentro de este mercado, no asegurándoles una rentabilidad sino proveyéndoles de la información necesaria que sustente su actuar. Bajo el paradigma de inversionista racional, el participante en el mercado basará sus decisiones de inversión en la información que sea puesta a su disposición.

Es innegable que en el contexto analizado, la obligación de revelación de información o *disclosure* constituye un aspecto central de la regulación estadounidense; ya sea a través de información financiera periódica detallada<sup>19</sup> o información eventual material acerca de las operaciones o condiciones de la empresa<sup>20</sup>. A su vez, dicha obligación se encuentra ligada a la responsabilidad por cualquier falsedad en la comunicación de la referida información<sup>21</sup>. Como indicamos previamente, las transacciones con *securities* desencadenan las obligaciones de información anteriormente previstas, pudiendo estas producirse tanto en mercados organizados como *over-the-counter*.

Por su parte, en el caso peruano, el segundo párrafo del artículo 13 LMV precisa que las personas jurídicas inscritas en el RPMV y el emisor de valores inscritos están obligados a presentar la información que la LMV y otras disposiciones de carácter general establezcan,

---

<sup>19</sup> Por ejemplo, véase *Securities Exchange Act of 1934, sections 12-13*.

<sup>20</sup> Véase *Form 8-K, Forms, Securities Exchange Act of 1934*.

<sup>21</sup> Para el caso del *registration statement* véase *Securities Act of 1933, section 5*.

siendo responsables por la veracidad de dicha información. Asimismo, la obligación de inscripción de los valores de oferta pública en el RPMV, de acuerdo al artículo 17 LMV, supone que se generen las obligaciones de información contenidas en los artículos 28 y 29 LMV.

En principio, la revelación de información como técnica regulatoria está extendida en diversas áreas y busca asegurar que se produzca un análisis crítico de las opciones disponibles, así como evitar que aquel que revela información abuse de su posición (Ben-Shahar 2010: 649). La revelación de información obligatoria pretende afrontar un problema real: las decisiones que tomamos son cada vez más complejas. Siempre se da por supuesto que, al momento de tomar una decisión es mejor tener más información (Ben-Shahar 2010: 650).

Si bien el modelo de *disclosure* estadounidense ha sido recibido casi universalmente, no existe consenso académico acerca de su necesidad. Analizaremos las distintas razones dadas por la doctrina, muchas veces fundamentadas en motivos de eficiencia económica, por las que podría o no ser pertinente la revelación de información en relación a los instrumentos financieros. Hay que destacar que las razones brindadas respecto a la importancia de la revelación de información se centran en justificar su obligatoriedad en la medida en que están dirigidas al público en general<sup>22</sup>.

En vista de esto, es necesario entender los principios teóricos que informan el sistema de regulación del mercado de valores y le brindan los atributos que hemos descrito anteriormente. De este modo, analizaremos la racionalidad de la revelación de información en las empresas para posteriormente explicar por qué es necesario contar con regulación que asegure dicha revelación<sup>23</sup>.

### ***1.5.1. Funciones de la información en los Mercados Financieros: ¿por qué es necesaria la revelación de información?***

Sobre este punto me estaré refiriendo la problemática de la revelación de información en el mercado de valores desde del ámbito de política legislativa, es decir desde razones de conveniencia o inconveniencia explicadas desde la doctrina jurídica y económica. Ante dicha

---

<sup>22</sup> En este trabajo no analizaremos la revelación de información en relaciones puramente bilaterales, como aquella derivada de contratos de intermediación financiera, pues obedecen a principios de protección distintos a los que veremos a continuación.

<sup>23</sup> Una postura contraria es entender simplemente que la regulación del mercado de valores carece de justificación y obedece únicamente a los propósitos de grupos de interés. Dicha teoría de captura regulatoria señala que los reguladores no siempre actúan en beneficio del interés general sino que pueden verse ampliamente influidos por grupos de interés, élites políticas u otros actores que buscan intereses particulares (Pan 2011: 8).

controversia existen posturas opuestas acerca de la necesidad de información en los sistemas financieros, pero que están sobre todo enfocados en la pertinencia de la obligatoriedad. Sin embargo, en el presente caso detallaremos aquellas que en primer lugar justifican el *disclosure* como parte integrante del funcionamiento del mercado de capitales, dado que es la opción escogida desde el punto de vista del derecho vigente, aun cuando sea debatible su conveniencia<sup>24</sup>.

#### 1.5.1.1. Características particulares de los instrumentos financieros

Tal como hemos indicado, el principio detrás de la regulación del mercado de valores es que, siempre que se revele, se puede comprar o vender cualquier cosa (Easterbrook 2003: 166). Así, corresponde en primer lugar explicar por qué es necesaria la información en la decisión de compra de valores.

La naturaleza especial de estos instrumentos financieros sustenta que para su evaluación se requiera información pues su utilidad dependerá de las expectativas que se tenga sobre el desempeño futuro de la empresa emisora. En cambio, la evaluación de productos de la economía real de bienes solo se sustenta en analizar sus características físicas y desempeño pasado (Ribstein 1992: 15). En este último caso las características de los bienes son fácilmente identificables por el consumidor o requerirán un mínimo de obligaciones por parte del productor en temas de información. Al ser los activos financieros solamente un derecho sobre el emisor, su valor dependerá de la habilidad y voluntad de este último para producir los retornos esperados (Van Zandt 1991: 973).

De manera específica sobre el valor mobiliario, Aníbal Sánchez señala que son “bienes de segundo grado, en cuanto que el valor que incluyen- y del que precisamente les viene su nombre- deriva del que reciben o alcanzan como objeto fructífero, ya sea por su condición de parte alícuota del empréstito (público o privado) al que pertenecen, ya sea por lo que les corresponde como fracción o porcentaje del capital de la sociedad que los emite” (Sánchez 2008: 651). Incluso, es posible hablar de que ciertos valores son bienes de tercer grado al ser derechos sobre derechos. Tal es el caso de los *Exchange Traded Funds*, los Fondos Mutuos de Inversión en Valores o los Fondos de Inversión.

---

<sup>24</sup> Como explica Payet, “más allá del debate académico sobre la necesidad de un sistema de revelación obligatoria de información y de los fundamentos económicos que lo subyacen, el hecho concreto es que el modelo universal de regulación del mercado de valores se basa fundamentalmente en la obligación legal que incumbe a los emisores de valores de oferta pública de divulgar al mercado información sobre sus operaciones y negocios, así como sobre los valores por ellos emitidos” (Payet 2007: 146)

Los inversionistas, al calcular el valor de las inversiones que sustenta su decisión de compra, utilizan normalmente el método de valor presente descontado, el cual requiere información para determinar tanto el retorno esperado como la tasa de descuento utilizable. Los valores, al ser expectativas del ingreso futuro de la empresa, se encuentran sujetos a riesgos y es imposible que la gerencia pueda asegurar de manera exacta el monto de los ingresos esperados (Easterbrook 2003: 168). Sin embargo, eso no significa que el inversionista y el empresario estén en las mismas condiciones de ignorancia. Existe una asimetría informativa entre los inversionistas y la empresa que ofrece los valores, pues es esta última la que tiene información certera sobre las condiciones en que se encuentra, desde los productos que ofrece, los proyectos que emprenderá, su utilidad esperada, equipo gerencial, entre otros.

Asimismo, las obligaciones de información en el caso de los valores cubren de manera importante su potencial negociación en mercados secundarios (Ribstein 1992: 16). Para el caso de bienes tangibles, la reventa depende de las condiciones del mercado que afectan dicho bien, condiciones sobre las cuales el productor no tiene capacidad de influir; en cambio, en los valores, la negociación secundaria no solo se ve afectada por las condiciones del mercado sino, por ejemplo, por el desempeño de la gerencia. Esta última información no es fácilmente analizable por el inversionista si no es revelada por la empresa.

Como ha señalado la CONASEV, refiriéndose a la finalidad de las ofertas públicas, se busca “establecer estándares mínimos de entrega de información, debido a que en estos casos, por las especiales características de la oferta y de los bienes a ser ofrecidos, el oferente busca colocar valores y obtener el máximo beneficio o contraprestación posible, caso en el cual cuenta con todos los incentivos para efectuar declaraciones falsas o engañosas o para omitir información respecto de sí mismo, del valor o de la transacción a ser efectuada”. (Conasev 2008: 9).

#### *1.5.1.2. Incrementar la confianza del mercado*

Se entiende normalmente que preservar la confianza de los inversionistas en el mercado es uno de los principios esenciales en la regulación. Esta interpretación está ligada al nacimiento del sistema actual con la falta de confianza que se produjo después del *crack* de 1929 y la Gran Depresión subsiguiente. Asimismo, la recesión producida en el 2008 por la crisis de la industria financiera es considerada una prueba más de la criticidad de la confianza en este mercado (Colombo 2009: 3). En ese sentido, la información es un respaldo de la

confianza en los mercados, sobre todo para los accionistas minoritarios quienes podrían ser explotados y decidirían no invertir.

En general, un sistema de revelación de información tendría como principal objetivo aumentar la formación de capital para sostener la actividad y crecimiento empresarial utilizando como herramientas la protección a los inversionistas y el mantenimiento de la integridad de los mercados de capitales (Heminway 2012: 337). Aunque es comúnmente aceptado que la protección se realizaría mediante la opción de brindarle información material al inversionista, queda pendiente esclarecer de qué necesitarían ser protegidos. Aquellos a los que se dirige la información son los inversionistas que no cuentan con la capacidad de negociación suficiente para obtenerla por sí mismos, y por tanto la regulación puede hacer distinciones en el tratamiento de los diferentes tipos de instrumentos con base en los tipos de inversionistas a los que va dirigido.

Asimismo, es necesario tener en cuenta que, como explicamos en la sección anterior, un inversionista al adquirir valores está comprando un intangible: un conjunto de derechos y promesas del emisor (Colombo 2009: 36). De este modo, no solo será difícil su valoración sino también la posibilidad de detectar o evaluar posibles fraudes. Por tanto, la decisión del inversionista está asociada a un alto riesgo. En ese caso, al depender el sistema económico de la decisión de los inversionistas de asumir este riesgo, la confianza se vuelve vital (Colombo 2009: 36).

La revelación de información un medio clave para facilitar la existencia del mercado de valores y su eficiencia, incrementando la confianza de potenciales inversionistas sin la cual ellos retirarían sus ahorros perjudicando la economía. Existiría una necesidad de asegurar por lo menos un nivel mínimo de justicia perceptible que facilite retener al potencial inversionista (Enriques 2014: 5). Aunque existen dudas en algunos de sus postulados, se presume que la protección brindada por la revelación de información se da en los siguientes aspectos (Enriques 2014: 5-7):

- 1) al proveer información necesaria para tomar decisiones;
- 2) evitar la explotación por parte de aquellos con mayor información (por ejemplo, *insiders*) “igualando las condiciones del juego”; y,
- 3) desincentivar el fraude y las conductas oportunistas por parte de la administración de la Empresa y los accionistas controladores.

Este razonamiento es ampliamente difundido en los estudios de materias empresariales<sup>25</sup> y, si bien nadie niega la importancia de la confianza, no está completamente claro que el problema del fraude se solucione con mayor revelación de información, y no simplemente con legislación anti-fraude (Easterbrook 2003: 179-180).

### 1.5.1.3. Problemas de agencia

Relacionado con el punto anterior, se plantea que la información ayudaría a prevenir problemas de agencia reduciendo así el costo del capital. Los problemas de agencia son conflictos de interés propios de una relación en la cual una parte (el agente) debe actuar en interés de otra (el principal). En dicha relación el agente se podría ver motivado a actuar en su beneficio o de alguna otra manera que no es favorable para el principal. Un ejemplo típico de problemas de agencia se presenta entre los accionistas de una Sociedad y la gerencia, pudiendo estos últimos tomar decisiones que simplemente maximicen sus propios intereses. Los costos de agencia relacionados son el resultado de dos cosas (Fisch 2003: 1080):

- 1) la diferencia entre los objetivos del agente y del principal
- 2) asimetrías informativas entre el agente y el principal

En el caso del mercado de capitales, los problemas de agencia se presentan tanto respecto a la relación con la administración de la empresa como con los promotores<sup>26</sup>. Respecto al primer caso, la regulación del mercado de capitales provee a todos los accionistas con un mecanismo de monitoreo a la gerencia dado por el mercado complementando el monitoreo interno del Directorio (Goshen 2006: 749). La revelación de información ayudaría a reducir los costos de vigilancia del comportamiento interesado de la gerencia (Mahoney 1995: 1051). Por ejemplo, la información contable, así como la relativa a las transacciones llevadas a cabo por la gerencia, ayudarían a identificar los gastos no autorizados o realizados

---

<sup>25</sup> El *Chartered Financial Analyst Institute* como organización global de profesionales de inversión, destaca que la importancia de la confianza en este mercado se traduce en que, sin ella, el inversionista está dispuesto a aceptar menos riesgos demandando un mayor retorno por la utilización de su capital y, consecuentemente, encareciéndolo para quien lo necesita. El impacto no solo afecta a las empresas que no pueden disponer de capital sino a la economía en general (CFA Program 2018: 16)

<sup>26</sup> En el mercado de capitales también existen problemas de agencia en la relación entre los intermediarios de valores y sus clientes. Por ejemplo, los asesores tienen varios incentivos para recomendar instrumentos que no sean idóneos ya sea porque (Fisch 2003: 1043):

- 1) tienen también participación en la compañía sobre la cual puede versar un reporte,
- 2) pueden verse presionados a conseguir nuevos negocios para la empresa en la cual trabajan, o
- 3) podría negárseles el acceso a información sobre la compañía que es objeto de un reporte poco favorable.

En este apartado solo nos enfocaremos en aquellos problemas que surgen en el levantamiento de capital.

en perjuicio de los accionistas. De esta manera, la revelación de información se convierte en un “sistema formal de monitoreo” (Mahoney 1995: 1086)<sup>27</sup>. De igual modo, un sistema obligatorio de revelación permite a los accionistas acceder a información que podría no ser revelada por la administración en caso evidencie un incumplimiento de sus deberes fiduciarios (Fox 1999: 116-119)<sup>28</sup>.

Los problemas de agencia se presentan desde el levantamiento de capital en el cual existe la oportunidad para que los promotores destinen el dinero recaudado para fines distintos al desarrollo de la empresa. Para mitigar este riesgo, toda la información sobre el valor es puesta a disposición de los potenciales inversionistas antes del procedimiento de colocación o venta a través del prospecto informativo, tal como lo dispone el artículo 58 LMV. Más aún, la norma hace solidariamente responsables de las inexactitudes u omisiones en su contenido conjuntamente con el emisor u ofertante a las personas responsables de su elaboración, al estructurador y a los principales funcionarios administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor. Los alcances de dicha responsabilidad se encuentran previstos en el artículo 17 ROPP. Asimismo, las “Normas comunes para la determinación del contenido de los documentos informativos”, aprobada como Anexo al ROPP, señalan que el prospecto deberá contener una descripción de la distribución de los recursos captados conjuntamente con la relación de los principales usos que se les darán.

De igual modo, existe el peligro de que el promotor pretenda exagerar los costos de colocación, por ello las referidas “Normas comunes” especifican que el prospecto deberá indicar si la entidad emisora asumirá totalmente los costos de la colocación de los valores. En caso los asuma parcialmente, deberá informar todos aquellos costos que puedan imponerse directa o indirectamente al potencial inversionista, señalando el tipo de servicio y los importes respectivos.

Por otro lado, de manera indirecta, la influencia de la revelación de información afecta al mercado de control corporativo. La revelación de información evidencia prácticas por parte de la gerencia que no generan beneficios para la empresa, como podría ser, por ejemplo, implementar proyectos con valor presente negativo con el único propósito de aumentar el

---

<sup>27</sup> De este modo, el mercado de capitales no solo sirve para que las empresas obtengan capital sino que tiene una función de monitoreo. Esto es porque el precio de las acciones refleja la eficiencia del manejo de la gerencia (Wei 2005: 483). Esta función disciplinaria de los mercados de capitales es enfatizada, por ejemplo, en la regulación china. En este país, hay un entendimiento general de que el mercado de capitales tiene como finalidad corporativizar a las empresas propiedad del Estado y establecer un sistema de gobernanza efectivo (Wei 2005: 487).

<sup>28</sup> Los problemas de apropiación indebida de beneficios de la empresa se presentan también en la relación entre accionistas controladores y minoritarios; sin embargo, no los hemos detallado pues propiamente no se trataría de un problema de agencia.

patrimonio administrado. Es así que “la amenaza de una toma de control hostil se hace más real” (Fox 1999: 120). De igual modo, la administración podría estar apropiándose de recursos de la empresa o realizando transacciones con valores utilizando información privilegiada, incumpliendo su deber fiduciario.

La obligación de revelación de transacciones realizadas por la gerencia o los directores se encuentra contenida en el artículo 32 LMV el cual precisa que transferencia de valores inscritos en el Registro igual o mayor al uno por ciento (1%) del monto emitido, realizada por o a favor de alguno de los directores y gerentes del emisor, sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, debe ser comunicada por el emisor a la SMV y a la bolsa o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado en el que estuviere inscrito el valor. Esta información deberá ser difundida por la SMV y la respectiva bolsa o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, en forma inmediata.

De igual forma el artículo 51 LMV, con la finalidad de evitar potenciales conflictos de interés dispone que:

- “a) Los directores y gerentes están prohibidos de recibir en préstamo dinero o bienes de la sociedad, o usar en provecho propio, o de quienes tengan con ellos vinculación, los bienes, servicios o créditos de la sociedad, sin contar con autorización del Directorio;
  - b) Los directores y gerentes están prohibidos de valerse del cargo para, por cualquier otro medio y con perjuicio del interés social, obtener ventajas indebidas para sí o para personas con las que tengan vinculación; y,
  - c) Para la celebración de cada acto o contrato que involucre al menos el cinco por ciento de los activos de la sociedad emisora con personas naturales o jurídicas vinculadas a sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del diez por ciento del capital de la sociedad, se requiere la aprobación previa del directorio, sin la participación del director que tenga vinculación.
- (...)”

El influjo del modelo de revelación de información basado en la solución de problemas de agencia se puede ver reflejado en la importancia que la regulación otorga a la información histórica de los emisores. La información es de gran ayuda para que los inversionistas puedan descubrir tanto incumplimientos contractuales como los derivados de deberes fiduciarios (Mahoney 1995: 1050). Teniendo en cuenta que en un mercado eficiente toda la información estaría contenida en el precio, cobraría más importancia la revelación de

las proyecciones de la empresa más que la información histórica.<sup>29</sup> La única justificación sobre la exigencia de revelar información histórica es que serviría como medio para identificar potenciales incumplimientos. Tal es el caso, por ejemplo, de la obligación de presentación de los Estados Financieros contenida en el artículo 54 LMV al evidenciar cómo es que los activos de la empresa están siendo utilizados. Este efecto de señalamiento funcionaría tanto en una etapa inicial - al mostrar por ejemplo el valor de los bienes aportados a la sociedad para su constitución en el Balance así como los gastos incurridos en el Estado de Resultados - como a lo largo de la vida de la empresa - por ejemplo, al revelarse como hecho de importancia los esquemas de compensación de la gerencia con base en el Anexo 1 numeral 5 RHI.

Se podría pensar que las razones expuestas sólo servirían para mercados con grandes empresas de accionariado difuso. Sin embargo, los problemas de agencia derivados de la disparidad de intereses entre el *management* y los accionistas minoritarios sustentan la obligatoriedad de la revelación de información aún en mercados menos desarrollados (Hansmann 2000: 11). La consolidación del modelo de gobierno corporativo orientado a la protección de los inversionistas, incluidos los minoritarios se encuentra basada principalmente en razones de eficiencia: sin una protección adecuada a los accionistas no controladores sería muy difícil obtener capital en el mercado de valores y, por otro lado, existiría una apropiación inadecuada de los beneficios por parte de los accionistas controladores (Hansmann 2000: 11).

Respecto al primer punto, Bebchuk y Roe argumentan que aquellas jurisdicciones que no cuentan con mecanismos adecuados de protección a los accionistas minoritarios, entre los que se encuentran la revelación de información, los accionistas controladores pueden desviar para sí mismos una cantidad desproporcionada de los *cash flows* de la Empresa en beneficio propio (Bebchuk 1999). Esta situación persistirá, aun cuando podría ser más eficiente un cambio en la estructura de propiedad, pues el valor obtenido por el cumplimiento de principios de buen gobierno corporativo es capturado por todos los accionistas mientras que los beneficios privados de control son aprovechados solo por los accionistas controladores (Bebchuk 1999: 142-149). A este problema se le sumará los posibles costos de transacción a los que se incurriría para llegar a un acuerdo que evite la ineficiencia anteriormente descrita.

---

<sup>29</sup> Es interesante que nuestro RFI en su artículo 143 establece que la Sociedad Administradora se encuentra prohibida de asegurar rentabilidades a los partícipes y/o inversionistas potenciales. Suponemos que se debe a una postura sobreprotectora bajo la creencia de que los inversionistas poco sofisticados podrían ser llevados a creer en declaraciones sin sustento económico; cuando en realidad bajo un esquema de inversionista sensato aquel sabría que la rentabilidad dependerá del riesgo asumido.

De este modo se evidencia la necesidad de un sistema de revelación de información obligatorio aún en países como el nuestro con un accionariado concentrado.

Siguiendo esa misma línea, Ferrel precisa que la obligatoriedad de la revelación de información dificultaría la posibilidad de que los accionistas controladores en empresas con accionariado concentrado puedan desviar recursos corporativos para sí mismos en perjuicio de los accionistas minoritarios (2004: 6). Inclusive, es posible que los accionistas minoritarios puedan tolerar la falta de transparencia de la empresa si es que a su vez le permite a la entidad evitar la competencia producida por la reducción de los costos de financiamiento externo hacia otras empresas que lo necesiten (Ferrel 2004: 7). El elevado costo de financiamiento producto de un sistema de revelación de información laxo no compensaría los costos de levantamiento de capital para nuevas empresas. Esta situación es beneficiosa para aquellas empresas que ya se encuentran en el mercado pues ven reducida su competencia. Los beneficios de esta barrera de entrada al mercado de capitales llevarían a los accionistas minoritarios de sociedades consolidadas a tolerar la falta de transparencia.

#### *1.5.1.4. Eficiencia en el mercado de valores: determinación del precio*

Por último, antes de analizar por qué las empresas revelan información, es necesario detenernos a hacer una breve explicación de la hipótesis de los mercados eficientes. Gran parte del debate en torno a la revelación de información se fundamenta en la asunción de que los inversionistas procesan adecuadamente toda la información que se les proporciona, ya sea directamente o a través del filtro han realizado previamente los intermediarios (Choi 2008:31). El desarrollo teórico de cómo funcionan los mercados da forma a toda la construcción y a las reglas de la regulación del mercado de valores (Heminway 2012: 341).

La idea acerca de la necesidad de la revelación de información como medio para facilitar que los valores mobiliarios tengan el precio correcto de acuerdo a la verdadera situación del emisor se basa en una de las modalidades de la hipótesis de los mercados de capitales eficientes. Como señala Fama, respecto a la hipótesis de los mercados eficientes, “un mercado en el cual los precios siempre reflejan completamente la información disponible es llamado eficiente” (Fama 1969: 383). Un mercado eficiente está caracterizado por la rapidez y precisión en que la información acerca del valor de la empresa se incorpora en el precio (Goshen 2006: 721)<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Si bien la definición presentada de eficiencia es la más ampliamente aceptada, no es la única. En los últimos años nuevas teorías económicas enfatizan la importancia de los elementos psicológicos en la determinación de

La hipótesis de los mercados eficientes depende de que los participantes actúen de manera predecible, racional y como maximizadores de utilidad respecto a la información (Heminway 2012: 342). Aún cuando un inversionista corriente no realice un seguimiento constante de toda la información relevante de la empresa o el sector donde se desenvuelve su inversión, las recomendaciones de los *brokers*, quienes previamente han efectuado el análisis correspondiente al contar con economías de escala que facilitan su procesamiento, permiten el traslado de la información al mercado<sup>31</sup>.

En ese sentido, siendo el rol principal del mercado de valores lograr una eficiente distribución de la propiedad sobre los recursos financieros, un mercado ideal será aquel en el cual los precios brindan una señal correcta para dicha distribución. En este mercado las decisiones tanto de las empresas como de los inversionistas se sustentarán en la asunción de que los precios de los valores reflejan toda la información disponible (Fama 1969: 383).

La hipótesis de los mercados de capitales eficientes desarrollada durante los años '60 contempla tres versiones dependiendo de la cantidad de información incorporada (Fama 1969); y cada una tiene consecuencias distintas respecto al modo en que la información impacta al valor:

- 1) Forma débil: bajo este esquema, los inversionistas no pueden obtener ganancias al analizar información pasada de los valores dado que los precios actuales contienen dicha información en su totalidad.
- 2) Forma semi-fuerte: el precio se ajustará respecto a toda la información pública disponible; por ejemplo, estados financieros, reportes anuales, etc. En ese sentido, los inversionistas no podrán obtener ganancias analizando toda la información pública pues esta ya se encuentra rápidamente incorporada en el precio.
- 3) Forma fuerte: se centra en el grupo que tiene acceso monopolístico a cualquier información relevante que afecte a la formación de precios. De este modo, los precios no solo contienen toda la información disponible de manera pública sino también la información privilegiada.

---

los precios de los valores así como destacan las anomalías de los mercados. Para un recuento sobre los estudios acerca de la hipótesis de los mercados eficientes véase (Sewell 2011).

<sup>31</sup> Idéntica labor realizan, por ejemplo, los fondos mutuos de inversión en valores con una estrategia activa quienes para poder componer su cartera han debido procesar toda la información pertinente.

De las tres versiones de los mercados eficientes, la más utilizada es la semi- fuerte; principalmente la referencia a que el inversionista recibe información sobre el valor incluso indirectamente reflejada en el precio (Choi 2008:33).

Aun cuando existen dudas acerca de la rapidez en que el precio de los valores responde a la información existente sobre ellos<sup>32</sup>, es comúnmente aceptado que es la mejor forma de estimar los retornos esperados (Ribstein 1992: 9). Si bien se podría creer que no es necesario que un inversionista analice la información revelada pues simplemente asumiría que el precio ya la contiene, la hipótesis de los mercados eficientes no asume que toda la información se encuentra revelada sino que esta se incorpora rápidamente al precio (Ribstein 1992: 9). En ese sentido, la hipótesis de los mercados eficientes como corolario del sistema de revelación de información no sustenta la obligatoriedad en la revelación o ni quiera su necesidad. Esta hipótesis únicamente confirma que una vez que la información es conocida públicamente, ya sea mediante mecanismos autoimpuestos por las empresas, autorregulación de las Bolsas o imposición estatal, afectará inmediatamente a los precios<sup>33</sup>.

Asumir que la regulación del mercado de capitales tiene como función garantizar la precisión de los precios de los valores implica considerar que la eficacia en estos mercados es posible (Couture 2017: 365-366). De este modo, un instrumento refleja su valor fundamental cuando el precio representa de manera precisa los flujos descontados a los que el tenedor tendría derecho. La información es el único medio por el cual se puede lograr este objetivo; sin embargo, como ya indicamos, esta información no necesariamente se obtendría mediante obligaciones regulatorias.

Un argumento interesante relacionado con la eficiencia es destacar que el mercado de capitales debe garantizar que sean los inversionistas sofisticados y los analistas de inversión los que reciban la información pues son ellos los que disciplinan el mercado y no el “inversionista promedio”. Para lograr cierta precisión en la determinación del precio de los valores, así como liquidez en el mercado, se debería brindar información a estos participantes dado que se benefician de economías de escala, generan externalidades positivas para el mercado informativo, no manipulan las decisiones del negocio y reducen los costos de agencia en el gobierno corporativo (Goshen 2006: 715). Solo este tipo de inversionistas

---

<sup>32</sup> A pesar que la regulación se basa en los postulados expuestos de los mercados eficientes, es necesario mencionar que estas ideas se encuentran actualmente fuertemente cuestionados por los defensores del *Behavioral Finance* tales como Thomas Schelling, George Akerlof o Robert Shiller.

<sup>33</sup> Los reguladores deben decidir entre estrategias que requieren un gasto directo e inmediato de recursos regulatorios (estrategias regulatorias públicas) o aquellas que delegan en actores privados el peso de la regulación (estrategias regulatorias privadas). La diferencia entre ambas estaría en la inmediatez del costo para el regulador (Pan 2011: 6).

aprovecharían de mejor manera el sistema de revelación, pues les permite capturar el valor de la empresa detectando las discrepancias entre el valor y el precio con base en la información que poseen, fungiendo como un mecanismo corrector de las desviaciones de los precios (Goshen 2006: 730). Los mecanismos correctores son costosos considerando que involucran recursos para detectar las desviaciones y procesar información tanto de la empresa como del mercado. La regulación debe estar orientada a reducir los costos de búsqueda de los inversionistas sofisticados. De este modo, mientras los precios lleguen a reflejar la información de manera eficiente, lo de menos es si el inversionista promedio tiene acceso a la información o si la puede procesar (Easterbrook 2003: 181). En ese sentido, parece tener lógica privilegiar el acceso a esa información a los inversionistas privilegiados ya que el resultado se conseguirá efectivamente a menor costo.

Una vez determinadas las funciones que cumple la información en el mercado de capitales, debemos hacer un recuento de las razones brindadas por la doctrina que explican si las empresas revelan información espontáneamente o no y si lo hacen en las cantidades correctas. Aunque la tesis de los mercados eficientes es la más extendida actualmente, como ya explicamos, no fundamenta la cantidad de información que debe ser revelada ni su obligatoriedad, pues es perfectamente compatible con un sistema espontáneo de *disclosure*.

### ***1.5.2. ¿Por qué las empresas revelan información?: voluntaria u obligatoria***

La producción y distribución de información es costosa, por lo que surge la interrogante de por qué las empresas y los analistas la distribuyen. En el presente apartado analizaremos las diversas razones brindadas por la doctrina para explicar la necesidad de revelación de información. Conviene advertir que la sección será en muchos casos meramente explicativa, pues no corresponde al presente trabajo llegar a una conclusión sobre si las razones expuestas son las adecuadas<sup>34</sup>.

#### *1.5.2.1. Asimetría informativa y la información como bien público*

El primer argumento que normalmente se brinda concierne al incentivo para que las empresas provean información voluntariamente al mercado. Esta situación es analizada por Akerlof en su famosa tesis del problema de los “limones” (Akerlof 1970)<sup>35</sup>. Utilizando el mercado automovilístico como ejemplo, plantea que ante una asimetría informativa en la cual

---

<sup>34</sup> Para una posición en contra de la utilidad de la revelación de información como técnica regulatoria véase (Ben-Shahar 2011).

<sup>35</sup> En inglés a los autos de mala calidad se los denomina “lemons” o limones.

solo los vendedores conocen la calidad del producto ofrecido (autos de buena calidad y autos de baja calidad o “limones”), los productos se venderán al mismo precio pues para los compradores aún es imposible distinguirlos. En ese caso, si es que no hubiese ningún medio por el cual pudiesen obtener dicha información, los compradores asignarían un precio promedio a todos los productos. Esta situación implicaría que los “limones” desplazarán a los productos de buena calidad, por lo que da a entender que los vendedores tendrían mayor interés en ocultar los defectos de sus productos (Akerlof 1970).

La situación descrita perjudica a los vendedores de productos de alta calidad en la medida que ven reducidas sus posibilidades de ingreso comparado con lo que obtendrían si revelaran información. Por su parte, los vendedores de productos de baja calidad se beneficiarían al ser el precio promedio ofrecido mayor al que se les pagaría si se conociese la calidad de sus productos.

En ese sentido, aplicando el ejemplo a las empresas, si es posible que las de mayor valor hagan revelaciones de información creíbles a bajo costo, podrán recibir más dinero por la oferta de sus valores. Una vez que la empresa de mayor valor comience a revelar información, el inversionista asignará un menor valor a aquellas empresas que no lo hagan, incluso si son tan buenas como aquellas que sí revelan (Choi 2008: 23-24). El problema de Akerlof describe un típico mercado de selección adversa e información asimétrica.

Para el caso de valores mobiliarios, Easterbrook explica que, a menos que aquellos que ofrezcan los mejores valores puedan distinguirse a sí mismos, los inversionistas considerarán a todos los valores como valores promedio. En ese caso, los valores de mejor calidad se venderán a un precio menor a aquel que resultaría si toda la información estuviera disponible a bajo costo. Ante esta situación, será más rentable ofrecer valores de baja calidad pues dichos valores se sobrecompensarán (Easterbrook 2003: 168). La consecuencia final es que habrán menos valores de buena calidad en el mercado pues los costos de su emisión no podrán ser compensados, perdiendo también el inversionista.

En principio, las dificultades expuestas no traen como consecuencia inmediata la necesidad de un sistema obligatorio de revelación de información. Basándose principalmente en los postulados de Grossman y Hart, aquellos que consideran poco eficiente la necesidad de un sistema de revelación de información obligatorio sustentan su postura en que la revelación de información en un mercado sin costos de transacción estaría autoimpuesta. En los mercados con asimetría informativa el interés del vendedor lo llevará a revelar toda la información posible (Grossman 1980). En ese sentido, se asume que existirán medios por los cuales el vendedor podrá certificar la calidad del valor, tales como auditorías, entregar

acciones a la plana gerencial, operaciones con bancos de inversión y *underwriters* hasta el pago de pólizas de seguro. Asimismo, las reglas antifraude serían las únicas necesarias para evitar que vendedores de valores de baja calidad imiten las estrategias de aquellos de alta calidad.

En ese caso, una vez que las empresas comienzan a revelar no podrán dejar de hacerlo, y aquellas que no lo hacían inicialmente lo tendrán que empezar a hacer pues el inversionista siempre tendería a asumir lo peor. Si bien podría existir un efecto en cadena, no siempre se cumplen los supuestos de revelación de información que se equiparen con la protección otorgada por la obligatoriedad en su producción y distribución. El problema con el razonamiento anterior es que no tiene en cuenta que los mecanismos de certificación son costosos. Más importante aún, existen inconvenientes respecto a la producción voluntaria de información en cantidades que sean socialmente óptimas, derivados de la consideración de la información como bien público. Esto hará que se manifiesten los problemas típicos en estos mercados: que su valor solo sea apropiable de manera imperfecta dada la dificultad de excluir a los demás de sus beneficios aún cuando no paguen por su desarrollo (Enriques 2014: 13).

Para explicar la problemática de los bienes comunales utilizaremos el ejemplo de Hardin presentado en su célebre trabajo “The Tragedy of the Commons” (Hardin 1968: 1244). Imaginando un prado común al cual numerosos pastores llevan su ganado, estos se cuestionarán cuál es la utilidad que les generaría agregar o no un animal más al rebaño para que utilice el campo. Esta utilidad tiene un componente positivo y uno negativo:

- 1) El componente positivo es una función del incremento de un animal. Debido a que el pastor recibe enteramente las ganancias de su venta, la utilidad sería únicamente aprovechada por él.
- 2) El componente negativo es una función del sobrepastoreo adicional creado por un nuevo animal. Dado que los efectos del sobrepastoreo son compartidos entre todos aquellos que utilizan el prado, la utilidad negativa para dicho pastor sería solo una fracción de los impactos negativos.

De este modo, si es que actuase de manera puramente racional, el curso de acción inevitable es seguir agregando animales hasta arruinar por completo el prado.

Del mismo modo, la información al ser un bien público implica que su productor no obtiene nunca todo su valor por lo que tenderá a producirla en menor cantidad. Como indica Easterbrook, “aunque los inversionistas producen información, producen mucha y muy poca”

(Easterbrook 2003: 173). Muy poca porque sus beneficios no son totalmente apropiables. Así, por ejemplo, si determinada información hace que la cotización de un valor pase de 1 a 1,5 y el inversionista que ha realizado la investigación correspondiente tiene 100 acciones de una empresa con 1'000'000 de acciones inscritas, significará que hay una ganancia social de 500'000 pero el inversionista solo captura 50 de la ganancia. En caso la producción de información cueste 100'000, es socialmente óptimo que se produzca pero el inversionista solo producirá aquello que pueda capturar (50).

Por otro lado, se producirá mucha información si es que la misma porción de información es producida más de una vez (Easterbrook 2003: 173). En este último caso, los problemas de acción colectiva llevarán a que exista información redundante y duplicación de esfuerzos (Enriques 2014: 13).

En ese sentido, la información pública relevante de la empresa tiene un valor social que no sería completamente capturado por un solo actor, por lo que será producida en cantidades menores a las socialmente óptima (Mahoney 1995: 1095). La revelación de información obligatoria es un medio para colectivizar los costos y resolver el problema de la poca producción.

#### 1.5.2.2. *Externalidades positivas*

Relacionado con el punto anterior, la subproducción de información se encontraría relacionada con la imposibilidad de que las empresas puedan hacerse de todos los beneficios de un sistema uniformizado de revelación de información, a pesar que respondería *prima facie* a su interés contar con uno. En general, la eficiencia se podría lograr si es que al crear un mecanismo administrativo para determinar por adelantado si la revelación de información es adecuada, los costos totales de revelación caen (Easterbrook 2003: 184).

Incluso asumiendo que la cantidad correcta de información sea revelada, las empresas serían libres de escoger tanto la oportunidad como el modo en que revelan la información, lo que dificulta su comparación y por tanto la hace menos valiosa para el inversionista (Enriques 2014: 17). Las empresas de manera individual no tendrían incentivos suficientes para promover la estandarización de manera espontánea y no lo harían con igual rapidez que bajo un sistema obligatorio (Enriques 2014: 17-18). Esto se logra al imponer uniformidad en la revelación y transparencia, facilitando así el uso comparado.

## Capítulo 2

### Concepto anglosajón de *security* como referente comparado

#### 2.1. Desarrollo en el *Securities Act de 1933* y *Securities Exchange Act de 1934*

Los conceptos son esenciales para el régimen regulatorio. En el ámbito del mercado de valores definiciones como “oferta”, “emisor” o “valor mobiliario” se encuentran en una gran variedad de normas y tienen asociadas importantes consecuencias en derechos y obligaciones. En el presente caso, nos centraremos en el concepto de *security* tal como ha sido planteado en el contexto norteamericano a través de sus leyes, jurisprudencia y las interpretaciones de la SEC, como principal regulador con la responsabilidad de implementar y ejecutar la normativa federal en la materia.

El ordenamiento estadounidense reposa en dos pilares (Sánchez 2008: 447):

- 1) la plena transparencia informativa o *full disclosure*, y
- 2) una supervisión independiente y externa de los mercados .

La primera se encuentra sustentada en la hipótesis del inversor racional que maneja los riesgos de su inversión de acuerdo a la rentabilidad esperada. La segunda pone en entredicho la suficiencia de la autorregulación por parte de los propios operadores para asegurar una protección adecuada (Sánchez 2008: 447).

Como ya indicamos, determinar que en una transacción ha intervenido un *security* implica que se generan obligaciones de revelación de información tanto periódica como eventual. En el presente trabajo analizamos el modelo regulatorio del mercado de capitales de Estados Unidos dado que su énfasis general en la revelación de información ha sido ampliamente emulado en casi todo el mundo (Ferrel 2004: 4)<sup>36</sup>. Derivada principalmente de la consolidación global de un modelo orientado a la protección del accionista<sup>37</sup>, la revelación de información se convierte así en un ejemplo más de la convergencia en las prácticas de gobierno corporativo.

---

<sup>36</sup> A pesar de que el esquema estadounidense es el más ampliamente imitado, es conveniente precisar que no fue el primero en imponer obligaciones de revelación de información, sino que tal lugar corresponde al *Companies Act* de 1900 del Reino Unido.

<sup>37</sup> Existe un consenso en los elementos básicos del derecho de las Empresas, así como en enfatizar que la obligación principal de la administración es actuar a favor de los accionistas, incluidos los no controladores (Hansmann 2000). En ese sentido, todos aquellos otros grupos de interés como acreedores, empleados o consumidores deberían tener sus derechos protegidos por medios contractuales o regulatorios más que a través de su participación en el gobierno corporativo (2000: 3). La primacía del modelo orientado a los derechos del accionistas se reflejará en que la principal medida del interés de ellos será el valor de mercado de sus acciones. Para mayor evidencia sobre el proceso de convergencia véase (Hansmann 2000).

En gran parte, la aceptación de este esquema regulatorio se debe a que no implica, más allá del *enforcement*, un costo directo para el Estado. Se considera una alternativa más adecuada que la simple prohibición de una conducta, compatible con la libertad en los mercados y con el principio de autonomía (Enriques 2014: 6). Su atractivo como técnica regulatoria se basa en la consideración de que sería capaz de proveer una intervención que no afecte aspectos sustantivos ni imponga un determinado modo de actuar. Simplemente se otorgaría toda la información pertinente a aquellas personas que libremente están en mejores condiciones de decidir (Ben- Shahr 2011: 681). Asimismo, este sistema aparentemente cuenta con cualidades como el bajo costo, la facilidad en su ejecución o efectividad, lo que favorece su difusión entre los reguladores (Ben- Shahr 2011: 681-683)

Antes de su incorporación en la normativa federal, las operaciones sobre *securities* se encontraban reguladas por las normas generales anti-fraude. Al constatarse su ineficacia para este tipo de mercados, dieron paso a las normas estatales sobre mercado de valores. La primera fue promulgada en 1911 en Kansas (Chaffe 2017: 1401). Los distintos *statutes* que se promulgaron en los Estados, comúnmente conocidos como *blue sky laws*, no pudieron prevenir el *crash* de 1929, dando paso a la regulación federal del mercado de valores en los Estados Unidos.

La clasificación de un interés financiero<sup>38</sup> como un *security* es, en primer lugar, un asunto de definición normativa incluido tanto en el *Securities Act* de 1933 como el *Securities Exchange Act* de 1934 con definiciones similares (Heminway 2012: 353). El sistema de regulación de Estados Unidos en la materia es dualista pues cuenta con regímenes diferentes para regular las ofertas de valores del mercado primario y el tráfico bursátil del mercado secundario (Sánchez 2008: 673).

El término *security* tal como se encuentra definido en la sección 2(a)(1) del *Securities Act* es el siguiente:

“Cuando sea usada en esta ley, salvo que el contexto requiera otra cosa-  
(...)

El término “valor” significa cualquier nota, acción, acción del tesoro, valor futuro, bono, obligación, evidencia de endeudamiento, certificado de interés o participación en cualquier acuerdo de ganancias compartidas, certificado de fiducia en garantía, certificado de

---

<sup>38</sup> En este caso, entendemos como “interés” la definición propuesta por Heminway de acumulación de una serie de derechos u otros beneficios, responsabilidades y obligaciones y otros términos y provisiones que el constituyente de la empresa adquiere a cambio de los fondos transferidos a ella (Heminway 2012: 335).

preorganización o suscripción, acciones transferibles, contrato de inversión, certificado de fiducia, certificado de depósito para un valor, interés indiviso en petróleo, gas, u otros derechos minerales, cualquier put, call, opción o privilegio relativo a cualquier valor, certificado de depósito o grupo o índice de valores (incluyendo cualquier interés en este o basado en su valor), o cualquier put, call, opción o privilegio concertado en el contexto de una bolsa nacional de valores relativos a divisas internacionales, o en general, cualquier interés o instrumento comúnmente conocido como un “valor”, o cualquier certificado de interés o participación en, certificado temporal para, recibo para, garantía de, o garantía o derecho para suscribir o para comprar, cualquiera de los elementos anteriores”<sup>39</sup>.

Con un lenguaje similar, la sección 3(a)(10) del *Securities Exchange Act* dispone:

“Cuando sea usada en esta Ley, salvo que el contexto requiera otra cosa -  
(...)

El término “valor” significa cualquier nota, acción, acción del tesoro, bono, obligación certificado de interés o participación en cualquier acuerdo de ganancias compartidas, o en cualquier regalía o locación en petróleo, gas o minerales, cualquier certificado de fiducia en garantía, certificado de preorganización o suscripción, acciones transferibles, contrato de inversión, certificado de fiducia, certificado de depósito para valores, cualquier put, call, opción o privilegio relativo a cualquier valor, certificado de depósito, o grupo o índice de valores (incluyendo cualquier interés en este o basado en su valor), o cualquier put, call, opción, o privilegio concertado en el contexto de una bolsa nacional de valores relativo a divisas internacionales, o en general cualquier instrumento comúnmente conocido como un “valor”; o cualquier certificado de interés o participación en, certificado temporal para, recibo para, o garantía o derecho para suscribir o para comprar, cualquiera de los elementos anteriores; pero no debe incluir moneda o cualquier nota, letra de cambio, o aceptación

---

<sup>39</sup> “When used in this subchapter, unless the context otherwise requires-The term ‘‘security’’ means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a ‘‘security’’, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing”(traducción tomada en su mayoría de López Álvarez 2008: 18)

bancaria que tenga madurez en el momento de su expedición que no exceda nueve meses, excluyendo días de gracia, o cualquier renovación a su madurez”<sup>40</sup>.

La sección 2(1)(a) del *Securities Act* y la sección 3(a)(10) del *Securities Exchange Act* contienen descripciones muy parecidas que para propósitos prácticos la Corte Suprema ha identificado como idénticas al compartir una misma estructura. En ambos casos se cuenta con los siguientes elementos:

- 1) Un calificador (“*unless the context otherwise requires*”) que determina que a menos que las circunstancias lo requieran, un interés financiero será un *security* si se encuentra dentro de la numeración prevista.
- 2) Posteriormente, una lista amplia de variados instrumentos financieros que van desde los tradicionales, como bonos o acciones, hasta aquellos conceptos más difusos como contratos de inversión o *profit-sharing agreements*, los cuales no se encuentran definidos en ninguna de las normas (Heminway 2012: 354)<sup>41</sup>.
- 3) Finalmente ambas normas incluyen una cláusula abierta: “en general, cualquier interés o instrumento comúnmente conocido como *security* (...)”

La normativa federal del mercado de capitales se encuentra delimitada por la definición de *security* con dos componentes básicos: requisitos de revelación de información y prohibición antifraude. La histórica inclinación por hacer de la revelación de información parte esencial del sistema se relaciona con la hipótesis semifuerte de los mercados eficientes que anteriormente analizamos. Asimismo, la información ayudaría a los inversionistas a obtener una óptima diversificación de su portafolio al brindarles las herramientas necesarias para evaluar el riesgo (Heminway 2012: 246).

---

<sup>40</sup> “When used in this title, unless the context otherwise requires-(...)”

The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, votingtrust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a “security”; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker’s acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited”(traducción tomada en su mayoría de López Álvarez 2008: 19).

<sup>41</sup> Como señala Sargent, propiamente ninguna de dichas normas contiene una definición de *security* sino un listado de diversos intereses (Sargent 1992: 1081).

Por su parte, las provisiones antifraude refuerzan el mandato de *disclosure* al prevenir que se disemine información errónea o incompleta que afecte la correcta formación de precios. La disuasión del fraude y, por tanto, prohibición de revelación de información errónea brinda una oportunidad para que se realice una revisión *ex post* de la información revelada (Heminway 2012: 250). Las provisiones antifraude resultan de aplicación aun cuando el registro no fuera exigible por aplicarse alguna de las excepciones previstas en la normativa<sup>42</sup>.

En el mercado de capitales, antes de realizar la oferta de un valor, se debe brindar a los potenciales inversionistas información, la misma obligación que es constante mientras la empresa se encuentre listada o sus acciones distribuidas entre el público. De igual modo la información es esencial por ejemplo al realizar una Oferta Pública de Adquisición o en las relaciones establecidas en los contratos de intermediación financiera. En ese sentido, si se califica la inversión como *security*, bajo el *Securities Act* y el *Securities Exchange Act*, deberá encontrarse registrada ante la SEC, a menos que se encuentre en alguno de los supuestos de excepción. En ese sentido, la sección 5 del *Securities Act* dispone que en caso un *security* no se encuentre registrado, estará prohibida la oferta o promoción interestatal de aquel por cualquier medio.

En caso no se cumpla con registrar los valores cuando sea exigible, incluso sin haber mediado fraude, será posible la rescisión del contrato de inversión bajo la sección 12(2) del *Securities Act*. Si un inversionista pierde el valor de su inversión puede exigir que el dinero le sea devuelto si demuestra que el valor ofrecido era una *security* que no había sido debidamente registrada. Por otro lado, no es obligatorio revelar cualquier tipo de información sino que debe tratarse información material o relevante.

Por último, es necesario hacer una breve referencia al concepto de *security* contenido en el *Investment Company Act* de 1940, el cual regula las compañías de inversión, fondos de inversión o programas que emiten valores o invierten en ellos. Aunque al comienzo la SEC entendió que la definición de *security* allí contenida era coextensiva a la prevista en el resto de normas, al interpretar la Corte Suprema de manera más restrictiva los supuestos previstos en

---

<sup>42</sup> Para el caso peruano, el artículo 1 LMV menciona que, si bien entre las finalidades de la ley se encuentra la adecuada protección del inversionista, solo quedan comprendidas las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores. En ese sentido, pareciera que un caso de oferta privada de valores en el cual se realicen afirmaciones falsas solo podría ser resuelto por Indecopi en caso el inversionista sea un consumidor final o el Poder Judicial en cualquier caso. Situación distinta se presenta si las afirmaciones falsas son brindadas, por ejemplo, por una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión como entidad supervisada por la SMV pues el artículo 159 RFI indica en su último párrafo que la SMV podrá iniciar un procedimiento sancionador cuando la gestión de dichos fondos contravenga normas de carácter general o afecten el interés público. En los demás casos la consecuencia no es tan evidente.

el *Securities Act* y el *Securities Exchange Act*<sup>43</sup>, decidió pronto darle un alcance mayor (Bradford 1999: 996). Esto permitió que supuestos que en principio no estarían bajo el alcance de la SEC utilizando el concepto de *security* contenido en esas dos normas, pudiesen ser regulados para el caso de las *investment companies*. Aunque esta postura está solo reflejada en los *non-action letters* emitidos por la SEC, es importante destacarla, pues un *investment company* que no emita o invierta en instrumentos que no sean *securities* no estaría sujeta a la regulación correspondiente.

La sección 2(a)(36) del *Investment Companies Act* define contiene una definición de *security* prácticamente idéntica a las mencionadas previamente<sup>44</sup>. Sin embargo, desde que en *Marine Bank v. Weaver*, la Corte Suprema estipuló que los certificados de depósito no eran *securities* bajo la sección 10(b) del *Securities Exchange Act*, la SEC ha determinado que no es equivalente basándose en que la aplicación de la regulación se da en un contexto distinto (Bradford 1999: 1003). La regulación de las *investment companies* estaría sustentada en evitar esquemas de apropiación irregular por parte de la administración lo que hace que los certificados de depósito o notas de crédito, al ser activos líquidos, se presten fácilmente para supuestos de explotación en perjuicio de los beneficiarios. Considerar que un instrumento es un *security* basándonos únicamente en su incorporación dentro del esquema de inversión regulado en el *Investment Companies Act* lleva a resultados absurdos. Un certificado de depósito no sería un valor al momento de la compra pero sí en caso se decida vender participaciones sobre las ganancias que dicho instrumento provea (Bradford 1999:1019). Por dicha razón es que, como más adelante precisaremos, dichos instrumentos serán valores sin interesar argumentos de política legislativa e independiente del contexto en que son negociados.

Como se ha observado, las definiciones normativas dejan un amplio margen para la interpretación tanto judicial como por parte del regulador. Esta situación está asociada a la consideración de que el mercado de valores es un mercado dinámico. La definición de un *security* debe ser lo suficientemente flexible como para abarcar nuevos supuestos y esquemas

---

<sup>43</sup> Bradford realiza un recuento de las distintas *non action letters* que evidencian la evolución de las posturas de la SEC (Bradford 1999: 1000-1005).

<sup>44</sup> "Any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security (including a certificate of deposit) or on any group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security," or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing".

de un sector donde la innovación es la regla y nuevos tipos de fraude pueden ir asociados a ella.

Aunque las disposiciones en las normas son detalladas, no son de mucha ayuda para entender todos los supuestos de lo que constituye un *security*. El listado contiene aproximadamente 30 términos, cada uno de los cuales requiere su propia definición y análisis. Asimismo, ambas definiciones cuentan con un calificador de contexto que permite a las cortes y al regulador apartarse de lo regulado expresamente cuando la situación lo requiera (Laby 2014: 15). Por otro lado, como veremos en el siguiente apartado, es común la aplicación del principio de sustancia sobre forma. Aún cuando las partes acuerden, por ejemplo, que un acuerdo de inversión no es un *security*, las cortes pueden tener otra interpretación con base en la realidad económica de la transacción.

## 2.2. Desarrollo jurisprudencial y principales características

### 2.2.1. El contrato de inversión

Ya el primer caso de la Corte Suprema de Estados Unidos, *SEC v. C.M. Joiner Leasing Corp.*, interpretando el alcance de la definición normativa, menciona que aquella disposición podría regular instrumentos poco comunes siempre que tengan las características de un contrato de inversión o de algún instrumento comúnmente conocido como un *security*<sup>45</sup>.

Como se aprecia, se eligió una noción expansiva de *security* ligada al contrato de inversión<sup>46</sup>. Esta visión se vio posteriormente consolidada con el caso más relevante en esta materia: *SEC v. W.J. Howey Co.* (1946). Si bien el test expuesto en el mencionado caso no debe ser aplicado indiscriminadamente a valores que no calcen dentro del concepto de contratos de inversión, lo analizaremos por su importante desarrollo<sup>47</sup> Asimismo, desde

---

<sup>45</sup> “The reach of the Act does not stop with the obvious and commonplace. Novel, uncommon, or irregular devices, whatever they appear to be, are also reached if it be proved as a matter of fact that they were widely offered or dealt in under terms or courses of dealing which established their character in commerce as investment contracts or as any interest or instrument commonly known as a security”

<sup>46</sup> La noción de contrato de inversión fue planteada originalmente en normas estatales como un contrato o esquema para la colocación de capital o gasto de dinero de modo tal que se busque asegurar un ingreso o ganancia de su uso. Bajo el test planteado en *SEC v. W.J. Howey Co.*, es entendido como un contrato, transacción o esquema en el cual una persona invierte su dinero en una empresa en común y es conducida a esperar ganancias solo con base e los esfuerzos del promotor o de una tercera parte.

<sup>47</sup> En ese sentido, hay una dicotomía entre los métodos de análisis de aquellos instrumentos listados expresamente en las normas, por un lado, y los supuestos que caerían bajo las definiciones amplias de “contratos de inversión” e “instrumentos normalmente conocidos como *securities*”, por otro. Respecto al primer caso, sin embargo, el mero hecho de que el instrumento sea denominado acción, no significará *per se* que sea un *security* sino que se observará la “sustancia económica del mismo” (bajo el test expresado en *Landreth Timber Co. v. Landreth*).

*United Housing Foundation Inc. v. Forman* (1975) se ha entendido el test propuesto en *Howey* sirve como base para los conceptos abiertos de “*interest or instrument commonly known as security*” y “*participation in any profit-sharing agreement*”.

Un contrato de inversión, para el *Securities Act* según su interpretación original, supone un contrato, transacción o esquema en el cual una persona invierte su dinero en una empresa común y espera que las ganancias provengan solamente de los esfuerzos del promotor o de una tercera parte, siendo irrelevante que las participaciones en la empresa común sean representadas por certificados formales o por intereses nominales en activos físicos empleados en el proyecto (Cox 2013: 31). Con esta interpretación se busca flexibilidad adaptando el concepto a diversos esquemas diseñados por quienes buscan atraer capital de otros con la promesa de obtener ganancias (Cox 2013: 31). Se buscó con dicha formulación que ante los constantes cambios de un sector tan dinámico como las inversiones, nuevas situaciones fuesen cubiertas en los alcances de la regulación.

El caso *SEC v. W.J. Howey Co* involucra la aplicación de la sección 2(a)(1) del *Securities Act* de 1933 a la oferta de unidades en el desarrollo de una plantación de cítricos acompañados con un contrato para cultivar, promocionar y remitir las ganancias netas producto del cultivo a los inversionistas. A los potenciales inversionistas se les ofrecía tanto un contrato de venta de tierra como un contrato de servicio. Si bien el adquirente podía libremente escoger otra empresa proveedora de servicios, se ponderaba la superioridad de la empresa *Howey* en la labor de cultivo, cosecha y venta de los cultivos al poseer tanto personal capacitado como maquinaria. El contrato de servicio le daba a *Howey* la posesión completa de la plantación siendo únicamente responsable de distribuir las ganancias netas. Los inversionistas no tenían derecho a una porción específica del cultivo, lo cual era conveniente dado que muchos de ellos carecían del conocimiento necesario para su cuidado.

El test de *Howey* evidencia que la Corte Suprema estaba preocupada por la protección de los inversionistas. La sentencia destaca que la compañía tenía un poder de decisión completo y discrecional sobre los cultivos con base en un contrato de diez años sin posibilidad de cancelación, enfocándose en la vulnerabilidad de los inversionistas al no contar

---

Si bien en *Landreth* se determinó que el test de *Howey* no podía utilizarse enteramente para las otras categorías de instrumentos, eso no significa que ninguno de sus elementos sea relevante para los otros instrumentos listados (Anderson 2003: 1225). Así, por ejemplo, es difícil determinar por qué solo en los contratos de inversión el requisito de inversión sería necesario, pero no por ejemplo en los bonos o acciones. En *Landreth* la Corte determinó que una acción no estaría sujeta a un análisis de cada caso en particular pues, para efectos prácticos, es siempre una inversión.

con la experiencia necesaria en el mercado de cítricos (Laby 2014: 16-17)<sup>48</sup>. En ese sentido, el test de cuatro partes ideado en *Howey* supone una definición flexible que permite que distintos esquemas de inversión diseñados para captar dinero puedan ser regulados. Esquemas en los que principalmente existe un inversionista que provee el capital y comparte las ganancias de la operación, así como un promotor que controla y opera la empresa.

Con base en dicho caso se delimitaron cuatro (4) criterios en virtud de los cuales una operación podría ser validada como “contrato de inversión” para efectos de la regulación. Estos criterios, tal como fueron ampliados posteriormente en el curso del desarrollo jurisprudencial, son los siguientes:

- 1) Que una persona invierta su dinero;
- 2) En una empresa en común;
- 3) Sea llevado a esperar ganancias;
- 4) Derivado solo de los esfuerzos del promotor o de una tercera parte.

#### 2.2.1.1. *Que una persona invierta su dinero*

La primera parte del test de *Howey* es una de las más importantes al tratar dos asuntos conexos:

- 1) la importancia de la finalidad de inversión; y
- 2) la contraprestación correspondiente.

La noción de “inversión” se ha entendido en la jurisprudencia en contraposición con la idea de “*sale of business*”. Aun cuando a partir de *Landreth Timber Company v. Landreth* (1985), la Corte Suprema rechazó la aplicación de esta doctrina, cumplió en su momento un papel importante en los debates relacionados al concepto de “inversión”. Esta doctrina sostenía que cuando una empresa cambiaba de propiedad a través de la venta del 100% de sus acciones, o en algunos casos de bloques controladores, dichas acciones no serían *securities* para el propósito de la regulación federal, pues nos encontramos ante una venta comercial más que ante una inversión<sup>49</sup> (Nims 1983: 974-975). Construida con base en la cláusula normativa que precede a la definición de *security* “*unless the context otherwise requires*”, se señalaba

<sup>48</sup> Es cuestionable que la Corte Suprema analice la experiencia del inversionista en el cultivo de cítricos más que verificar su pericia como inversionista en valores.

<sup>49</sup> Asimismo, la venta de dicho bloque de acciones tampoco cumpliría con el requisito de que las expectativas de ganancia del negocio deriven solo de los esfuerzos del promotor o una tercera parte.

que la regulación estaba orientada a proteger al inversionista más que al emprendedor. Con base en la doctrina del *sale of business*, el propósito comercial, a diferencia de la inversión, es entendido desde *Frederiksen v. Poloway* (1981) como el deseo de usar, consumir, ocupar o desarrollar.

Por su parte, respecto a la contraprestación, pareciera que de una lectura literal de *Howey* se desprendería que esta debería ser en dinero en efectivo. Sin embargo, la Corte Suprema optó por una interpretación más amplia. En *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel* (1979), la Corte interpreta que un plan de pensiones compulsorio y no contributivo para trabajadores no calificaba como un contrato de inversión debido a que no cumplía con el requisito de inversión de dinero. Por definición en dichos planes no se realiza ningún pago. Sin embargo, la Corte deja constancia de que es posible dar cualquier tipo de *consideration* específica (grosso modo, “contraprestación”)<sup>50</sup> como pago equivalente por el instrumento ofrecido. En ese sentido, no será necesario que la inversión en dinero se limite a la entrega de efectivo pudiendo tomar la forma de entrega de bienes o servicios (Laby 2014: 17)<sup>51</sup>.

En *International Brotherhood*, la justificación de la decisión se basó en un análisis de la transacción como un todo, entendiendo que un plan de pensiones no configuraba una decisión de inversión separada del contrato de trabajo. Se destacó, a su vez, que ya existía un esquema de regulación alternativo que protegía los intereses de los pensionistas<sup>52</sup>.

Asimismo, en *Hector v. Wiens* (1976), caso proveniente del Noveno Circuito de las Cortes de Apelación en el cual se analizan pagarés emitidos para financiar la compra y alimentación de ganado, se especifica que la inversión en dinero significa solo que el inversionista encomiende sus activos a la empresa de manera tal que esté sujeto a una pérdida financiera. De este modo, aunque el denunciante hubiese entregado pagarés y haya sido el Banco el que entregó dinero para el financiamiento, es el primero el que ha realizado una inversión sujeta a pérdida financiera en caso de que la empresa encomendada no diese los resultados esperados.

El problema con el concepto de inversión es que no se distingue del concepto de venta del *Securities Act* (Anderson 2003: 1214-1215). La sección 2(a)(3) precisa que el término “venta” incluiría cualquier contrato de venta o disposición de un *security* o de un interés sobre

---

<sup>50</sup> El debate en torno a la *consideration* va más allá de los alcances del presente trabajo. Por ello, aunque no sea una traducción exacta, la entenderemos como “contraprestación”.

<sup>51</sup> En este caso, la Corte no se basó en la consideración de que los servicios personales podrían no ser una *consideration* suficiente, sino más bien en que, según ella, el empleado no estaba en posición de realizar una decisión de inversión (Anderson 2003: 1208).

<sup>52</sup> La importancia de la existencia de un esquema de protección alternativo sería enfatizada, más tarde, en *Marine Bank v. Weaver* en el cual se concluye que los certificados de depósito no son *securities* con base en que se encuentran sujetos a la normativa bancaria.

el *security*, a cambio de un valor. Sin embargo, no existe distinción entre “valor” y “*consideration*” (Anderson 2003: 1215). De este modo, si consideramos que una decisión de inversión requerirá una especial *consideration*, la confusión con el concepto de venta es más notoria. Al determinar que el concepto de venta es funcionalmente equivalente al de inversión se podría pensar que un *security* no existirá hasta el momento en que se produzca la venta del mismo. Esta problemática sigue siendo un debate pendiente tanto en la doctrina como jurisprudencia norteamericana.

#### 2.2.1.2. *En una empresa en común*

Este es uno de los aspectos más controversiales del test dado que en *Howey* la Corte Suprema desarrolló muy poco el concepto de “empresa en común”. Con una guía poco clara es comprensible que se hayan desarrollado en las cortes federales distintas interpretaciones del criterio, basándose en si “la empresa en común” se analiza respecto a los inversionistas entre sí o en conjunto con el *management*. De este modo se ha distinguido normalmente dos tipos de comunidad:

- 1) una “horizontal”, y
- 2) otra “vertical”.

A su vez, dentro de la “comunidad vertical” existen tanto una variante amplia como una restringida.

Tal como se señala en *SEC v. SG Ltd.*, la comunidad “horizontal” requiere la conformación de un fondo de activos de múltiples inversionistas los cuales comparten riesgos y ganancias en la empresa común. Este tipo enfatiza el aspecto colectivo compartido entre múltiples inversionistas entre sí más que la relación entre el inversionista y el promotor (propio de la comunidad “vertical”). Así, la suerte del inversionista individual depende de la rentabilidad que todos obtengan (Shook 2013: 733).

Por su parte, en la comunidad “vertical” se vinculan los resultados de la inversión con el éxito o no del promotor. La comunidad “vertical” no requiere una agrupación de fondos de distintos inversionistas sino simplemente será necesario examinar si la actividad del promotor es el factor controlador en el éxito de la empresa (Laby 2014: 18). De este modo, no sería necesaria una división a prorrata de las ganancias o pérdidas entre los inversionistas (Shook 2013: 733).

Como se ha dicho antes, respecto de la comunidad “vertical”, las cortes han desarrollado dos variantes:

- 1) una amplia, y
- 2) otra restringida.

La variante “vertical amplia” requiere únicamente una vaga conexión entre los esfuerzos del promotor y el éxito de la empresa. Para constatar su existencia bastará con determinar que los inversionistas dependen de la experiencia o esfuerzos del promotor (Laby 2014: 19). El problema con esta interpretación es que convierte el requisito de “derivado de los esfuerzos del promotor o una tercera parte” en innecesario. Por otro lado, la variante “vertical restringida” requiere que la suerte del inversionista esté entrelazada y dependa del éxito del promotor o de un tercero (*SEC v. SG Ltd.*). En ese sentido, el éxito o fracaso del inversionista irá acompañado del éxito o fracaso del promotor.

El criterio de empresa en común abre dos interesantes debates que pasaremos a discutir:

- 1) la relación de comunidad “horizontal” con los esquemas Ponzi<sup>53</sup>, y
- 2) la consideración de las cuentas discrecionales de corretaje como *securities*.

Respecto al primer punto, las operaciones en esquemas Ponzi tendrían la característica de estar conformados por inversionistas que comparten las ganancias y pérdidas de una empresa en común: la atracción de nuevos ingresos para seguir repartiendo ganancias. Como se destacó en *SEC v. SG Ltd.*, la habilidad de la Empresa para cumplir con sus obligaciones dependía del ingreso de nuevo dinero que era conseguido por los existentes accionistas a cambio de comisiones. Los beneficios otorgados por asegurar la continuidad de las ganancias repartidas, así como el riesgo de que no ingresen nuevos participantes eran compartidos por todos.

Por otro lado, respecto al segundo punto, normalmente en un contrato de corretaje y custodia de valores es el inversionista quien decide qué valores comprar o vender; sin embargo, existe la posibilidad de que se le otorguen amplias facultades discrecionales al administrador de cartera para que actúe sin necesidad de previa instrucción o confirmación del

---

<sup>53</sup> La SEC define a los esquemas Ponzi como una estafa de inversión que involucra el pago de supuestos retornos a los inversionistas existentes mediante los fondos aportados por nuevos inversionistas (SEC 2013).

cliente para cada operación<sup>54</sup>. En este último supuesto, al administrador se le podría pagar con comisiones calculadas con base en los activos administrados independientemente de que esté o no generando valor. Así, solo bajo la comunidad “vertical amplia” se entendería que la cuenta es un *security*<sup>55</sup>. Este fue el modo como lo entendió el tribunal del caso más relevante sobre la materia: *SEC v. Continental Commodities Corp.* De acuerdo a este, el requisito de “empresa en común” se cumplía si el éxito de la inversión colectiva dependía de la pericia del promotor.

La SEC por mucho tiempo ha rechazado que la comunidad “vertical amplia” cumpla con el criterio de “empresa en común” principalmente debido a que se confundiría con el criterio de esfuerzos del promotor; sin embargo, desde el 2004 cambió de posición, y actualmente interpreta que bajo *Howey* no se exigiría una empresa en común como un requisito separado para los contratos de inversión (Laby 2014: 21). Este es un debate que aún continúa tanto en la doctrina como jurisprudencia norteamericana.

### 2.2.1.3. *Sea llevado a esperar ganancias*

El tercer elemento del test de *Howey* ha sido entendido bajo *United Housing Foundation v. Forman* como el resultado de una apreciación del capital inicial o una participación en las ganancias resultantes del uso de los fondos del inversionista. De este modo, el inversionista se ve atraído a participar solo por la potencialidad de obtener ganancias<sup>56</sup>. En este caso se determinó que un instrumento llamado “acción”<sup>57</sup> que solo daba derecho al tenedor del mismo a adquirir un departamento en un condominio no podía ser considerado un *security*, dando más importancia a la sustancia o realidad económica de la transacción que al nombre. El incentivo para la compra de los referidos instrumentos fue adquirir una vivienda subsidiada más que obtener una ganancia, contrastando el deseo de obtener retornos de simplemente el consumo de un bien<sup>58</sup>.

---

<sup>54</sup> Para el caso peruano, dicha opción se encuentra prevista en el artículo 71 RAI.

<sup>55</sup> Este enfoque es parte de una problemática más amplia relacionada a los acuerdos de *investment management* como *securities*. Dado que los fondos mutuos en la regulación federal se estructuran como una empresa de inversión, no queda clara la exclusión de la definición de *security* de otros tipos de acuerdos entre aquellos que manejan inversiones y sus clientes (Thel 1997: 465).

<sup>56</sup> Como señala Branson, en el caso *Forman* se introduce un elemento subjetivo en el proceso objetivo de determinar la existencia de un contrato de inversión, al analizar la intención del comprador (Branson 1993: 1051).

<sup>57</sup> Para propósitos prácticos entenderemos que “*share*” se refiere a “acción”, si bien una traducción más adecuada sería la de “participación”.

<sup>58</sup> Hay que tener en cuenta que el ahorro obtenido por la subvención constituye a su vez una forma de inversión.

Un punto interesante es el cuestionamiento acerca de si la inversión en bienes raíces podría ser considerada un *security*. En principio, como hemos indicado, la compra para el consumo no estaría considerada como una inversión, tal es el caso de la adquisición de un inmueble para ocuparlo y a partir de este generar ganancias. Ahora, la situación se vuelve más compleja cuando la compra de un inmueble se realiza a través de un vehículo que cuenta con un *general partner* quien lo administra y alquila otorgando las ganancias a los *limited partners* (Choi 2008: 115).

Es importante mencionar que los elementos de la expectativa de obtener ganancias no se hallan ausentes por el solo hecho de que el promotor ofrezca una tasa de retorno fija. En *SEC v. Edwards*, un contrato consistente en la venta de teléfonos públicos anexos a un *leaseback* y un contrato de administración se consideró un *security* aún cuando se prometía un retorno fijo pues son dichas promesas las que mayormente atraen a inversionistas vulnerables. Así, se trató de evitar que se desarrollen esquemas fraudulentos fuera del ámbito de la regulación solo porque incluían el compromiso de un retorno fijo<sup>59</sup>.

#### 2.2.1.4. Derivado solo de los esfuerzos del promotor o de una tercera parte

El cuarto elemento del test de Howey se complica con la cuestión de qué se entiende por “sólo los esfuerzos”. Si bien en Howey quien se encargaba principalmente de operar el negocio era la empresa, ¿qué sucedería en un caso en el que los inversionistas participasen activamente, aunque fuera en proporción mínima?

La primera precisión en el posterior desarrollo de este criterio se encuentra en la palabra “solo”. En *Forman*, la Corte Suprema indicó que no debería leerse como una limitación literal en la definición de contrato de inversión. De este modo, se busca evitar una interpretación rígida que excluya de protección a esquemas donde el inversionista participe de modo contingente. Siendo así, las Cortes federales han desarrollado el concepto de esfuerzos a través de la formulación de “innegablemente significativos”; esfuerzos esenciales de un tercero distinto al inversionista o esfuerzos predominantes de dicho tercero que afecten el éxito o fracaso del proyecto (Laby 2014: 23)<sup>60</sup>.

Este elemento del test es particularmente relevante al determinar si hay un contrato de inversión en los *partnerships* y en las franquicias. Ambos tienen como característica común

<sup>59</sup> Esto no significa que la mera posibilidad de que exista fraude en una transacción baste para justificar la regulación de una actividad. En este caso se determinó más bien que la actividad de inversión, por otras razones de política legislativa, ya se encontraba regulada y la promoción de una tasa fija de inversión no suponía una excepción a esta regla.

<sup>60</sup> En este caso, pareciera que la Corte Suprema estaría corrigiendo el test, más que interpretándolo.

que los que ocuparían el papel de “inversionistas” están envueltos en la administración de la empresa (Choi 2008: 120). En las franquicias normalmente el franquiciado interviene en el día a día del negocio por lo que no se considerarían un *security*. Sin embargo, el asunto es distinto si la inversión de un capital considerable va acompañada de importantes limitaciones en el control sobre el desarrollo del negocio.

Por otro lado, para el caso de los *limited partnerships*, aunque no se encuentran listados en la definición de *security*, parece bastante claro que presumiblemente lo son a menos que el *limited partner* ejerza algún tipo de control efectivo sobre la empresa (Choi 2008: 120). Las participaciones de los *general partners* normalmente no se considerarán *securities* pues, tal como se precisa en *Rivanna Trawlers Unlimited v. Thompson Trawlers Inc*, ellos son los que tienen el control sobre el negocio. Se considera incluso que la capacidad de ejercer control es suficiente. El mero hecho de que fácticamente no haya ejercido tales poderes no varía la referida regla, pues el *general partner* puede proveerse de acceso a información y protegerse. En este caso, aquel que ejerza control no es dependiente de los esfuerzos de otros (Laby 2014: 25).

Sin embargo, la presunción podría rebatirse si el título de *general partner* es solo nominal y el inversionista no ejerce ni jamás pretenderá ejercer el verdadero manejo del negocio. En *Williamson v. Tucker* se enumeran 3 situaciones en las que podría darse ese caso:

- 1) El acuerdo deja tan poco poder al *partner* que, bajo el esquema de distribución de funciones de la organización, se parece en realidad más a un *limited partner*.
- 2) La parte tiene tan poca experiencia o conocimiento del negocio que es incapaz de facto de ejercer sus poderes.
- 3) La parte es tan dependiente de las habilidades únicas de gestión o manejo del negocio del promotor, que de facto no lo puede reemplazar o ejercer sus poderes.

En ese sentido, aun cuando los documentos de constitución indicasen que todos sus miembros tienen un derecho a voto que les permite tomar decisiones acerca del negocio, el análisis de la sustancia sobre la forma habilita a las Cortes a concluir que podrían no existir expectativas razonables de control en inversionistas pasivos, cuando se compruebe alguno de los elementos anteriormente descritos<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> Igual argumentación resulta aplicable para las *Limited Liability Companies*, en las cuales la aplicación de la regulación del mercado de valores dependerá del grado de control ejercido por sus miembros. Al no encontrarse

El problema en la aplicación del test de “esfuerzos de otros”, como señala Ribstein, es doble (Ribstein 1994: 829):

- 1) determinar el grado de involucramiento del inversionista en la gestión; y
- 2) evaluar el impacto de los esfuerzos del inversionista en el éxito de la empresa.

Para el primer caso la existencia de derechos de voto en los estatutos es un posible indicio de que no se cumple con el requisito de los “esfuerzos de otros”, aunque como ya indicamos debe existir un verdadero manejo. Por otro lado, el segundo punto no es ajeno a controversias; por ejemplo, no queda completamente claro que se pueda afirmar que el ejercicio únicamente de derechos de bloqueo contribuya al éxito de la empresa.

Un último punto a tener en cuenta respecto a este requisito es la oportunidad en que dichos “esfuerzos” deben ser llevados a cabo. Como se precisó en *SEC v. Life Partners*, si los esfuerzos del promotor se realizan antes de la venta del instrumento, no necesariamente se podrá considerar un *security* pues el valor de dicha labor ya se habrá incorporado en las comisiones cobradas o el precio de compra. Si no se realizan posteriores esfuerzos que afecten el resultado de la inversión no será necesaria la protección que otorga la regulación del mercado de valores. De este modo, si los esfuerzos ocurren después de la compra del instrumento, es probable que el inversionista se beneficie de la revelación de información y los otros requisitos impuestos por el registro de los valores.

### 2.2.2. *Shares (acciones)*

Como ya indicamos, el concepto de “contrato de inversión” no se aplica a los instrumentos listados expresamente en las normas. Tal como señala Choi, el test de Howey para los contratos de inversión requiere que las Cortes realicen un profundo análisis a la sustancia de la transacción con el fin de determinar si el instrumento es un *security*; sin embargo, los contratos de inversión son solo uno de los supuestos listados en la definición (Choi 2008: 131).

---

dentro del listado normativo, se le aplicarían las mismas presunciones de control de los contratos de inversión (Sargent 1992: 1098).

Respecto a este tema, Ribstein sugiere que la normativa debería modificarse con la finalidad de que las LLC puedan optar por sujetarse o no a la regulación del mercado de valores (Ribstein 1994). Por su parte Burke, precisa que la modificación debería orientarse a simplemente precisar que las participaciones en LLC no se encuentran dentro de la definición de las normas (Burke 2001).

La relación entre el test de Howey para los “contratos de inversión” y el resto de instrumentos listados es analizada en *Landreth Timber Company v. Landreth* para el caso específico de las “acciones”. En dicho caso se buscó determinar si la venta de la totalidad de acciones de una empresa maderera puede considerarse un *security*. Tal como se especificó en *Forman*, el hecho de que a un instrumento se le denomine “acción” no es suficiente para invocar el ámbito de protección de las normas. Dicho instrumento debe además poseer las características típicas asociadas a una “acción” las cuales son:

- 1) el derecho a recibir dividendos de manera contingente sujeto al reparto de ganancias;
- 2) negociabilidad;
- 3) la posibilidad de preñarlos o hipotecarlos;
- 4) conferir derechos de voto de manera proporcional al número de acciones en propiedad;
- 5) la capacidad de que su valor se aprecie.

En ese sentido, la Corte interpretó que las “acciones” tradicionales se encontraban dentro de las cobertura de protección de la norma. El test del “contrato de inversión” de Howey solo se utilizaría en caso el instrumento no cumpla con las condiciones para ser una “acción”, con base en que la enumeración de la norma se tornaría superflua si se entendiese de otro modo. Si bien ampliaremos más adelante el tema, en *Landreth* se rechazó también la doctrina del “sale of business”, por lo que no solo se protegería bajo la regulación a los inversionistas pasivos sino incluso a las transacciones de transferencia de control.

### **2.2.3. Notes (papeles comerciales)**

A diferencia de lo previsto en *Landreth* en el cual se consigna que todas las inversiones que se denominen “acciones” y que tengan todas las características propias de tal instrumento son consideradas *securities*, para el caso de los papeles comerciales la situación es distinta<sup>62</sup>. La jurisprudencia norteamericana ha determinado que no todos los papeles comerciales serán *securities per se*, sino solo aquellas que cumplan con el test de “parecido familiar” (“*family resemblance*”).

---

<sup>62</sup> Resulta controvertido que el test de realidad económica sea utilizado no solo para incluir instrumentos no listados en la norma, sino también para excluir aquellos instrumentos específicamente enumerados (Anderson 2003: 1201).

Dicho test se introdujo en *Reves v. Ernst & Young* se señaló que eran *securities* los pagarés emitidos por la Cooperativa de Granjeros de Arkansas y Oklahoma para financiar sus actividades asegurando una tasa de interés variable ajustada mensualmente. La cooperativa ofreció los instrumentos tanto a miembros como no miembros bajo un esquema de marketing conocido como Programa de Inversión. Luego de la quiebra de la cooperativa, los tenedores de los pagarés demandaron a Arthur Young & Co. por haber inflado intencionalmente los activos y el valor neto de la cooperativa.

Al definir un *security*, la Corte destaca que la principal intención del legislador era utilizar una definición lo suficientemente amplia para abarcar cualquier instrumento que sea vendido con “propósito de inversión”, pero, a su vez, no se pretendía establecer una protección federal para cualquier tipo de fraude. Es deber de la SEC, así como de las cortes federales, decidir qué tipo de transacciones financieras, teniendo en consideración su realidad económica, pueden ser consideradas como inversiones, sin importar la forma o nombre que tomen. En ese sentido, como se indicó en *Lanbreth*, algunos instrumentos, como las “acciones”, son por su propia naturaleza siempre una inversión; lo que implicará que no será necesario un análisis de cada caso en particular. En lo que respecta a los papeles comerciales, no se estableció la misma regla general pues bajo dicho término se designan una gran variedad de escenarios, no siempre orientados a la inversión.

La mayoría de las Cortes de apelación, por ejemplo, interpretaron la idea de “propósito de inversión” con base en la distinción entre “contexto de inversión” y “contexto de consumo”. Asimismo, otras cortes plantearon utilizar el test desarrollado en *Howey*, pero la Corte Suprema lo rechazó basándose en que dicho criterio aplica a una categoría distinta de instrumentos y no sería ampliable a cualquier *security*. En el presente caso, el enfoque escogido, como ya se indicó, fue la de *family resemblance* planteado por el Segundo Circuito.

Dicho test, tal como fue planteado originalmente, al establecer una presunción general que todo papel comercial es un *security* reconoce también que existen supuestos excluidos que enumera. El emisor, con el fin de refutar la presunción general deberá demostrar que el papel comercial en cuestión tiene una fuerte parecido familiar con alguno de los supuestos enumerados como excluidos. Tal es el caso, por ejemplo, de las notas de crédito emitidas para financiar a un consumidor, los papeles comerciales que evidencian ciertas características de préstamos, aquellos que simplemente formalizan una deuda pendiente incurrida en el curso ordinario del negocio, entre otras. Con base en los distintos ejemplos identificados, la Corte

Suprema consolida aquellas características comunes de los supuestos excluidos y determina que deben analizarse los siguientes puntos <sup>63</sup>:

- 1) Propósito del comprador y/o vendedor: si el propósito del vendedor del instrumento es levantar capital para el uso general de la empresa o financiar una inversión y el comprador está interesado principalmente en las ganancias que se generarían, es muy probable que el papel comercial ofrecido sea un *security*. Distinto es el caso de una nota intercambiada para financiar una compra o venta de un bien de consumo.
- 2) Plan de distribución relacionado al intercambio con propósitos especulativos o de inversión.
- 3) Expectativas razonables de los inversionistas: los instrumentos serán considerados como *securities* cuando existan expectativas del público de que se encuentran bajo dicho esquema de protección <sup>64</sup>.
- 4) La no existencia de un esquema de regulación alternativo el cual aumenta el riesgo del instrumento y, por tanto, hace que la regulación del mercado de valores sea más necesaria.

En ese sentido, el test de *family resemblance* presume que los papeles comerciales serán *securities* a menos que esta presunción sea rebatida demostrando que el instrumento, de acuerdo a las características enumeradas, tiene un gran parecido con los supuestos excluidos.

#### 2.2.4. “Cláusula contextual”

Un último punto relevante del desarrollo del *security*, es la excepción contenida en la frase “a menos que el contexto lo requiera de otro modo” (“*unless the context otherwise requires*”), dirigida a aquellas inversiones que si bien podrían calificar en alguno de los supuestos de *security*, no son consideradas como tales si el contexto sugiere que no deberían estar sujetas a la regulación federal del tema. Si bien los casos que han tratado este tema <sup>65</sup> se han limitado a excluir la existencia de un *security* basados en la presencia de otro esquema de

---

<sup>63</sup> Para efectos prácticos, se ha postulado que este test de cuatro factores podría ser utilizado para determinar si un determinado instrumento será un *security* bajo la “cláusula contextual” (Anderson 2003: 1234).

<sup>64</sup> Este factor enfatiza nuevamente la naturaleza esencial de un *security* como inversión. De este modo, el test para las notas se aproxima al de *Howey* (Anderson 2003: 1239).

<sup>65</sup> *Marine Bank v. Weaver*, referido a certificados de depósitos bancarios; y *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*, referido a planes de pensiones obligatorios.

regulación federal que regule la transacción, el análisis del contexto podría abrir la puerta a otros supuestos de exclusión (Chaffee 2017)<sup>66</sup>.

---

<sup>66</sup> Tal es el caso de la regulación de mercados puramente virtuales. El único caso que ha tratado del tema es *SEC v. SG Ltd.* Para una posición contraria al criterio aplicado en este caso, véase Chaffee 2017.

## Capítulo 3

### El valor mobiliario en el Derecho peruano del mercado de valores

#### 3.1. Antecedentes: el valor mobiliario como título valor. Concepto de título valor y principales características

Pasaremos entonces a referirnos al valor mobiliario como elemento objetivo de nuestra regulación. Como hemos indicado anteriormente, el artículo 1 LMV enfatiza que quedan comprendidas en dicha ley las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores así como los valores de oferta pública. Dice también que, salvo mención expresa en contrario, sus disposiciones no alcanzan a las ofertas privadas de valores.

Una primera aproximación a los valores mobiliarios permite caracterizarlos económicamente como instrumentos financieros. En efecto, la Norma Internacional de Contabilidad N° 31 define al instrumento financiero como cualquier contrato que dé lugar, simultáneamente, a un activo financiero en una entidad y a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio en otra entidad.

En el ámbito que nos interesa, jurídicamente el valor mobiliario está asociado a la categoría de los títulos valores y, por tanto, a su carácter eminentemente circulatorio. Podemos definir al título valor como: “El documento que incorpora derechos privados de carácter patrimonial, de tal forma que, en virtud de su destino circulatorio, para el ejercicio del derecho es necesaria la posesión del documento” (Zegarra 2016: 41).

En efecto, sobre la base de la definición planteada, y como parte de su desarrollo dogmático, se considera que la categoría de los títulos valores presenta ciertas características comunes tales como:

- 1) documentalidad;
- 2) patrimonialidad;
- 3) incorporación;
- 4) circulatoriedad;
- 5) esencial formalidad;
- 6) literalidad;
- 7) completividad;
- 8) abstracción;
- 9) autonomía; y
- 10) legitimación.

Tal como señala Zegarra, dicho rasgos tienden a facilitar la circulación fácil y segura de los documentos. Es necesario distinguir aquellos rasgos que determinan que el documento del que nos referimos sea un título valor de aquellos meramente pertinentes a la regulación, los cuales establecen límites a su utilización o condiciones para su relevancia desde un plano estrictamente normativo (Zegarra 2016: 52-53). Así, entre los primeros se encontrarían la documentalidad, la incorporación y la circulatoriedad; mientras que la esencial formalidad junto a la literalidad, la abstracción, la autonomía y la legitimación serían requisitos de tipo regulatorio. Si bien estas últimas favorecen el carácter circulatorio de un documento, sin ellas el título no deja de ser verdadero título valor (Zegarra 2016: 46). Las implicancias de esta distinción se encontrarían en el hecho que los caracteres definatorios serían exigibles tanto para un título típico como para aquellos no regulados.

Por otro lado, de entre todas las características, la circulatoriedad o intrínseco destino circulatorio del documento es aquella que explica todas las demás y justifica el Derecho de los títulos valores (Zegarra 2016: 65)<sup>67</sup>. En efecto, al analizar la naturaleza funcional de los títulos valores es evidente que su propósito como institución es facilitar la circulación de derechos patrimoniales mediante la incorporación a un documento. Este es un rasgo abstracto de los títulos valores, por lo que es suficiente la mera aptitud o vocación de circular, independientemente de que el título circule o no de hecho.

### **3.2. Concepto de valor mobiliario en la LTV y en la LMV**

Normativamente, el artículo 3 LMV define a los valores mobiliarios de la siguiente manera:

“Artículo 3.- 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 e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores.

---

<sup>67</sup> Así por ejemplo, la peculiar vinculación favorece al destino circulatorio de los títulos pues solo quienes posean el título pueden ser identificados como legítimos titulares a través de la posesión conforme a su ley de circulación.

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<sup>68</sup>.

Como se puede apreciar, nos encontramos ante una conceptualización amplia, orientada a proteger al inversionista pues mientras nos encontremos ante un valor mobiliario resultarán aplicables las disposiciones de la SMV (López 2002: 921). Las características de los valores mobiliarios, tal como se encuentran definidos serían las siguientes:

- 1) emisión masiva;
- 2) negociabilidad; y,
- 3) conferir derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.

Por su parte el artículo 80 LMV precisa que los valores pueden ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos, independientemente de que se trate de valores objeto de oferta pública o privada.

Al regular cada uno de los valores mobiliarios típicos, el título IV de la LMV se refiere de manera específica a los siguientes instrumentos:

- 1) acciones;
- 2) bonos;
- 3) instrumentos de corto plazo;
- 4) certificados de suscripción preferente; y
- 5) otros valores mobiliarios.

Respecto a estos últimos, el artículo 109 LMV solo indica que las disposiciones del capítulo referido a los Bonos son aplicables, en lo que fuera pertinente, a los valores no accionarios a los que se refiere el artículo 3 LMV.

Por su parte, la LTV en su artículo 255 brinda la siguiente definición de valor mobiliario:

“255.1 Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan. Las emisiones

---

<sup>68</sup> Podría entenderse que los efectos de dichas limitaciones se suspenderían hasta que el valor deje ser transado en un mecanismo centralizado de negociación.

podrán estar agrupadas en clases y series. Los valores pertenecientes a una misma emisión o clase que no sean fungibles entre sí, deben estar agrupados en series. Los valores pertenecientes a una misma serie deben ser fungibles. Los valores sobre los cuales se hayan constituido derechos reales u otra clase de cargos o gravámenes dejan de ser fungibles, no pudiendo ser transados en los mecanismos centralizados de negociación, salvo que se trate de su venta forzosa.

255.2 Los valores mobiliarios son libremente negociables, en forma privada o mediante oferta pública a través de los mecanismos centralizados de negociación respectivos o fuera de ellos, observando la ley de la materia.

(...)

255.5 Los valores mobiliarios podrán conferir a sus titulares derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor o, en su caso, de patrimonios autónomos o fideicometidos. Podrán también representar derechos o índices referidos a otros valores mobiliarios e instrumentos financieros, o la combinación de los derechos antes señalados o los que la ley permita y/o los que las autoridades señaladas en el Artículo 285 determinen y autoricen.

(...)”.

La definición de la LTV coincide en gran parte con la brindada por la LMV en el sentido que destaca la masividad, la negociabilidad así como los derechos que confieren. Por otro lado, en ambas definiciones se hace alusión a la forma de representación de los mismos mediante títulos o anotaciones en cuenta (artículo 255 numeral 3 LTV).

Respecto a los valores mobiliarios típicos, la sección novena de la LTV enumera los siguientes:

- 1) acciones<sup>69</sup>;
- 2) certificados de suscripción preferente;
- 3) certificados de participación de fondos mutuos de inversión en valores y en fondos de inversión;
- 4) valores emitidos en procesos de titulización;
- 5) valores representativos de obligaciones como bonos, papeles comerciales, entre otros,
- 6) la letra hipotecaria;
- 7) la cédula hipotecaria;

---

<sup>69</sup> Es interesante notar que el artículo 257.4 LTV precisa que pueden emitirse también valores mobiliarios con la denominación de Acciones que no representen el capital de sociedades sino alícuotas o alícuantas de cuentas o fondos patrimoniales distintos

- 8) el pagaré bancario;
- 9) el certificado de depósito negociable; y
- 10) las obligaciones y bonos públicos.

Además, el artículo 276 LTV indica lo siguiente:

“276.1 La Superintendencia, la CONASEV y la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones quedan facultadas a autorizar la creación, emisión, negociación y adquisición de valores mobiliarios e individuales por parte de las personas y empresas sujetas a su control, sea en título o en anotación en cuenta, que inclusive podrán representar derechos patrimoniales distintos a los de participación o deuda, estableciendo sus condiciones, formalidades y demás requisitos. Dichos valores, en forma especial, se registrarán por las Resoluciones que las autoricen y por la presente Ley, en todo aquello que les resulte aplicables.

(...)”

Hay que tener en cuenta que la disposición del artículo 276.1 únicamente hace referencia, entre otros títulos valores, a los valores mobiliarios especiales que pueden ser creados o adquiridos por personas sujetas a control de la SMV y la SBS.

Al respecto, si bien las definiciones de valor mobiliario contenidas en la LTV y la LMV son prácticamente idénticas, como veremos más adelante, en realidad estarían regulando instrumentos distintos. Aun cuando la LMV utilice la denominación de “valor mobiliario”, el alcance de este concepto en el contexto del mercado de capitales se aproxima más al de “instrumento de inversión” que al de un título valor. De este modo, la LMV al referirse a los “valores mobiliarios” contemplaría:

- 1) los valores mobiliarios en tanto títulos valores previstos en la LTV, y
- 2) otros instrumentos de inversión que no necesariamente serán títulos valores.

### **3.3. Principales Características:**

No cualquier derecho puede transformarse en un valor mobiliario sino que debe cumplir ciertas características. Destaca en el valor mobiliario su significado patrimonial así como su tratamiento como cosa haciéndolo susceptible no solo de circular libremente en el tráfico sino comprarse y venderse masivamente en un mercado público, teniendo en cuenta

únicamente las variables impersonales de precio y cantidad (Sánchez 2008: 653). En el presente apartado, analizaremos cada una de las características del concepto normativo. Asimismo, verificaremos si estas resultan aplicables tanto para los valores mobiliarios que son títulos valores como para aquellos instrumentos que no lo son.

### **3.3.1. Emisión en masa**

La masividad es el primer elemento resaltante en la definición de valor mobiliario brindada por el artículo 3 LMV. Doctrinalmente es el más ampliamente referido debido a los cuestionamientos que genera en aquellos instrumentos considerados típicos valores mobiliarios: los bonos y las acciones. En efecto, la sección novena de la LTV, después de desarrollar en el título primero las disposiciones generales aplicables todos los valores mobiliarios, dedica los títulos segundo y tercero a los valores representativos de derechos de participación y de deuda respectivamente; considerando a las acciones y a los bonos, por tanto, como valores típicamente mobiliarios sin distinción alguna.

Doctrinalmente se ha considerado abandonar el concepto de masividad como elemento esencial de los valores mobiliarios. Así el elemento distintivo de un bono no sería el hecho que deba ser un valor mobiliario sino que esta característica cumple únicamente funciones regulatorias (Torres 2009: 45). En ese sentido, tanto Narghis Torres (Torres 2009) como Montoya (Montoya 2004: 103-105) coinciden en que no serían necesarias las características establecidas en el artículo 3 LMV y el artículo 255 LTV para que nos encontremos ante un valor mobiliario siendo suficiente la pertenencia a alguna de las tipologías de títulos valores. La masividad solo sería útil como marco de referencia al ámbito de aplicación de las normas del Mercado de Valores, discriminando cuándo nos encontramos ante una oferta pública o privada<sup>70</sup>. Sin embargo, la solución a esta controversia no es completa pues podríamos entender que el listado de valores considerados como típicos es meramente ejemplificativo. Podría ser posible que existan acciones o bonos que no se consideren valores mobiliarios al no cumplir con los requisitos generales de ambas normas.

Estos inconvenientes en la interpretación se evitan si abandonamos la pretensión de que la LTV y la LMV estarían regulando el mismo fenómeno. La masividad puede ser predicable tanto de los valores mobiliarios considerados en la LTV como los de la LMV, con las siguientes precisiones:

---

<sup>70</sup> En el mismo sentido parecería pronunciarse Broseta al afirmar que “la noción de valor negociable no constituye tan solo una versión actualizada del antiguo valor mobiliario (constituido sobre el esquema de los títulos valores), sino que constituye el referente objetivo para la aplicación de una disciplina distinta, como es la del Derecho del mercado de valores, de fuerte impronta público-ordenadora” (Broseta 2011: 449-450)

- 1) para el caso de los “valores mobiliarios” de la LTV, si bien podrían existir valores típicos con regulación expresa como las acciones o los bonos que no sean valores mobiliarios por no ser masivos, el listado de valores es limitativo para el alcance de la norma. No podrán existir más valores que aquellos títulos expresamente regulados por esta ley o norma posterior.
- 2) Para el caso de los “valores mobiliarios” de la LMV, de igual modo los valores típicos listados son únicamente ejemplos que podrían no ser considerados como instrumentos de inversión si no son masivos. Por su parte, dicho listado no es un impedimento para la creación de nuevos valores, como se verá en la sección 6.

La confusión acerca de la masividad tiene su origen en que normativamente se predica una “emisión en masa”, admitiendo a su vez la emisión de títulos individuales. El ROPP, en el artículo 5 inciso b), considera como emisión masiva a aquella que se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneo o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o un segmento de éste. Como se observa la masividad puede lograrse emitiendo títulos individuales en distintos momentos, de modo que lo importante es que se trate de una misma operación financiera. De igual modo, establecer una presunción numérica respecto a la emisión de diez o más valores en un año nos permite considerar que la masividad se debe entender en el sentido más amplio posible.

El hecho de que no se permita eludir las obligaciones de información mediante las emisiones de instrumentos individuales de manera sucesiva hace que la masividad entendida en sentido estricto resulte casi irrelevante al momento de distinguir entre una oferta pública y una privada. Asimismo, el artículo 126 LMV regula la negociación de mecanismos centralizados de instrumentos que no sean objeto de emisión masiva, los cuales pueden ser conducidos en una Bolsa de acuerdo al artículo 130 LMV. Esto en principio refuerza la idea de que la masividad de los instrumentos negociados no es una característica esencial.

Sin embargo, la masividad sí debería ser un requisito para los instrumentos de inversión propios del mercado de capitales pero no teniendo en cuenta la emisión sino la negociación. El ROPP permite hacer emisiones individuales que al ser ofertadas y por tanto negociadas se consideran como un colectivo. En ese sentido, al ser relevante la oferta pública de una participación en una actividad empresarial, la masividad debe encontrarse presente.

El problema es que la SMV ha calificado como valores mobiliarios a las letras de cambio y bonos solo teniendo en cuenta el requisito de masividad y verificando que la emisión ha sido en número superior a diez valores (SMV 2016: 44). Esta tendencia, si se confirmara en un número importante de casos, no sería concordante con los argumentos expuestos anteriormente y una construcción coherente normativamente<sup>71</sup>.

### ***3.3.2. Negociabilidad***

La transmisión de los valores mobiliarios está destinada a realizarse en un mercado financiero caracterizado por la impersonalidad y generalización (Serra 1999: 128). La negociabilidad resulta en esencial si tenemos en cuenta que los instrumentos financieros aptos para el Mercado de capitales son posiciones jurídicas, con proyección de liquidez, conectadas a un negocio jurídico con causa de inversión/ financiamiento (Alonso 1994: 170-171). Ante esto, existen dos posibilidades:

1. Entender que un valor mobiliario será negociable cuando la posición jurídica incorporada es efectivamente negociada debido a su admisión en un mecanismo centralizado de negociación (Alonso 1994: 170-171)<sup>72</sup>. Las acciones en tanto valores solo serán consideradas como valores negociables al intercambiarse en un mecanismo centralizado de negociación.
2. Asumir que la negociabilidad es siempre mera potencialidad. La clave se encontraría en que la forma de instrumentación del derecho permita su transmisión ágil y segura, siendo irrelevante el hecho de que todavía no se haya negociado (Gilberto 2004: 259). De esta forma, las acciones, aun cuando existan limitaciones a su transferibilidad, podrían ser calificadas como valores mobiliarios.

La negociabilidad como especie cualificada de transmisibilidad permite distinguir a los valores mobiliarios por el plus de liquidez otorgado. En los valores mobiliarios confluyen determinadas características que facilitan este propósito las cuales son la modalidad de documentación, ausencia de impedimentos a su transmisibilidad y existencia de estructuras que permitan la transmisibilidad (Alonso 1994: 16). La negociabilidad es más que la simple transmisibilidad, predicable de cualquier derecho, en el sentido de que supone que el

---

<sup>71</sup> Esta postura no sería totalmente incoherente si la SMV entendiese a los “valores mobiliarios” como “instrumentos financieros”.

<sup>72</sup> El autor realiza la distinción entre valor mobiliario y negociable pero la utilizamos para referirnos a la distinción entre título valor y valor mobiliario.

instrumento del que se predica es susceptible de contratación en un mercado secundario organizado de manera masiva e impersonal (Broseta 2011: 292)<sup>73</sup>.

En efecto, como señala Barrachina, “la negociabilidad de los valores es precisamente la condición para la creación y existencia de los mercados secundarios” (Barrachina 2011: 133). Al ser menos onerosa la negociabilidad, el valor será más líquido y, por lo tanto, más atractivo como inversión. Los valores mobiliarios por tanto se desarrollan en un contexto de mercado o con proyección de mercado, y deben cumplir ciertos requisitos para ser admitidos en estos. Y esto, tanto por la forma de representación como la eliminación de cualquier restricción a su transmisión<sup>74</sup>. En efecto, no es la masividad entendida en sentido estricto (emisión) sino la negociabilidad la que permite el intercambio en mercados especializados, como son las Bolsas de Valores.

Hay que destacar que, como señala ALONSO, en la naturaleza jurídica de los valores mobiliarios se encuentra “la aplicación de un régimen jurídico especial a los actos traslativos de dicha posición caracterizado por superar en agilidad y seguridad al régimen común de la cesión de créditos” (Alonso 1994: 118) que, desde la perspectiva del inversionista, muchas veces es un elemento esencial de la causa del negocio, procurando satisfacer su interés de liquidez (Alonso 1994: 152). El mero contrato de financiamiento no proporciona liquidez, sino en cuanto se instrumente en un régimen especial. La función de satisfacción del interés de liquidez como causa esencial requiere un régimen jurídico ágil y seguro (Alonso 1994: 119). Al inversionista muchas veces no le interesa únicamente acceder a un medio donde rentabilizar sus ahorros, sino también, y quizás sobre todo, poder negociar con los derechos adquiridos de manera expeditiva. De este modo, el valor mobiliario como posición jurídica con proyección de liquidez no solo está destinado a la circulación sino también a su negociación<sup>75</sup>.

---

<sup>73</sup> En este punto, hay que distinguir entre (i) transmisibilidad como característica de casi cualquier derecho patrimonial; (ii) circulatoriedad propia de los títulos valores; y (iii) negociabilidad. Estas características no son grados progresivos pues es posible que un instrumento sea negociable pero no cumpla con la circulatoriedad propia de los títulos valores. Pero tanto los “circulatorios” como los “negociables” han de ser, siempre, “transmisibles”.

<sup>74</sup> Como señala Zegarra “Lo que hacía, y sigue haciendo, a los valores mobiliarios especialmente aptos para servir al propósito de dichos mercados (mercados de valores) es que el hecho mismo de ser emitidos en masa o en serie convierte a todos los de una misma clase o serie en homogéneos, es más, en fungibles o intercambiables entre sí, y como tales, aptos para que, por referencia a ellos mismos y a unas pocas características básicas suyas, se puedan formar cotizaciones o precios públicos claramente reconocible para todos ellos. Pero es esto último, y no lo primero (ser emitidos en serie), lo que permite a los valores mobiliarios fungir como instrumentos del mercado de valores o valores negociables (...)” (Zegarra 2016: § 203).

<sup>75</sup> En sentido contrario, véase Gilberto para quien la distinción se realiza con base en propósito de emisión y no a la forma de ofrecerlo al mercado (Gilberto 2004: 282).

Esta aptitud no proviene del mero hecho de ser transada en un mecanismo centralizado de negociación, dado que el surgimiento de dicho mercado es consecuencia y no causa de la negociación de dichos títulos<sup>76</sup>. Dicho otro modo, la influencia de la negociabilidad desde el momento de la oferta no es meramente circunstancial, pues afecta el retorno exigido por el potencial inversionista. Ante un activo sin capacidad de negociación secundaria, el inversionista exigirá una elevada tasa de retorno que compense la falta de liquidez y, si esta es muy alta, potencialmente puede reducir el volumen de capital que pueda ser destinado a proyectos productivos (Van Zandt 1991: 973).

En ese sentido, hay que distinguir la esencialidad de la negociación secundaria en la definición de valor mobiliario como el interés de liquidez más que la protección a la transmisibilidad propia de un título valor. Esto es, en el marco de captación de ahorro público se tiende a operar con base en la aptitud de negociación masificada del derecho, aunque no siempre será el caso, más que en las características jurídicas de su transmisión (Paolantonio 2004: 37)<sup>77</sup>.

Las características de los valores que favorecen la negociabilidad, son relevantes si se ha determinado *ex ante* que el instrumento cumple un propósito de financiamiento que será complementado con el interés de liquidez. El favorecimiento de la transmisibilidad no es la causa primera de la protección del mercado de valores sino la protección del proceso de inversión, que está integrado por la decisión de inversión en un instrumento financiero.

Hay que destacar que la negociabilidad o interés de liquidez del que hemos tratado debería ser exigido solo como potencialidad y no necesariamente en un mecanismo de negociación oficial. Así, es indiferente que se trate de una emisión de valores mobiliarios tal como se encuentran regulados en la normativa, pues aunque no sean susceptibles de negociación en un mercado oficial podría existir necesidad de tutela para los destinatarios de una oferta. Tal es el caso, por ejemplo, de la oferta de acciones de una sociedad anónima cerrada. Por tanto, es necesario establecer un marco teórico flexible en el cual incluir a los valores mobiliarios con el fin de someterlos al régimen de control y transparencia propio del mercado de valores y así extender la tutela propia de este ordenamiento (Serra 1999: 114-

---

<sup>76</sup> Es importante también destacar que la simplicidad en el modo traslativo de posiciones jurídicas es independiente de la modalidad de documentación.

Por otra parte, si bien el surgimiento de un mercado especializado es consecuencia de las características especiales de los bienes negociados, no se puede negar que existe también una influencia en el sentido contrario. Dichos mercados moldean las características los bienes negociados al obligar a la estandarización.

<sup>77</sup> Sin embargo, no coincidimos con el autor al concluir con base en esta premisa que la noción de valores negociables no se subsume en el concepto de títulos valores pues solo serían títulos valores aquellos valores mobiliarios en los que la circulación del derecho se proteja con la regla de exclusión o inoponibilidad de excepciones.

115). Si no se tiene en consideración lo indicado, se podría llegar a resultados indeseables como considerar que la emisión de instrumentos financieros atípicos al público en general no sea considerada como oferta pública de valores mobiliarios por el mero hecho de no negociarse en un mecanismo centralizado de negociación, restringiendo así excesivamente los fines de protección de la regulación. Como ya indicamos previamente, siempre que entendamos que el concepto de valor mobiliario de la LMV no está restringido únicamente a los títulos valores, se alcanza la flexibilidad exigida<sup>78</sup>.

Derivado de lo anteriormente mencionado y buscando asegurar las transacciones en este tipo de mercados, se configurarán determinadas características tanto para los instrumentos que en ellos se negocian como para los mercados. Para este último caso, observamos por ejemplo, que en el caso peruano, el mercado específico que sirve como destino de los valores mobiliarios está caracterizado por (Vidal 1988: 95-101):

- 1) la negociación indirecta;
- 2) la irrevindicabilidad de los títulos negociados;
- 3) la negociación *in genere* mediante la cual los títulos solo se individualizan en el momento de la liquidación de la operación;
- 4) la ejecución forzada de lo pactado.

En ese sentido, con el fin de facilitar la negociabilidad y la seguridad de las operaciones, la LMV por ejemplo prevé que:

- 1) Los documentos en los que consten las operaciones realizadas en los mecanismos centralizados regidos por la LMV “aparejan ejecución si están certificados por la bolsa o institución responsable de la conducción del mecanismo centralizado respectivo” (artículo 112 LMV).
- 2) En las transacciones efectuadas ante mecanismos centralizados de negociación se presume de pleno derecho el consentimiento del cónyuge del enajenante, en los casos en que fuese requerido, por no existir un régimen de separación de patrimonios (artículo 113 LMV).

---

<sup>78</sup> Para el caso de los “valores mobiliarios” contenidos en la LTV, de igual modo es posible entender la negociabilidad como mera potencialidad; sin embargo, no sería aplicable el argumento de protección del proceso de inversión para incluir “valores mobiliarios” atípicos.

- 3) Los valores que se negocien en mecanismos centralizados son irreivindicables (artículo 115 LMV). Sin perjuicio de la responsabilidad que le compete al agente de intermediación que intervino en la operación.

Respecto a los títulos negociados, la ausencia de impedimentos a su transmisibilidad suele considerarse reflejada en la homogeneidad<sup>79</sup>; sin embargo, ambas ideas no pueden ser equiparadas pues esta última implica en cierto sentido masividad o, en todo caso, pluralidad.

#### Diferencia con homogeneidad y fungibilidad

Aunque a primera vista puedan entenderse como sinónimos, la homogeneidad se encuentra reflejada en determinadas características de los valores relacionadas a aspectos como provenir de un mismo emisor, otorgar un contenido de derechos y obligaciones similares, poseer un mismo régimen de transmisión, entre otros. Por su parte, la fungibilidad es entendida como sustituibilidad. La homogeneidad admitiría que existan diferencias accesorias entre los valores mobiliarios tales como la distinción en el valor nominal o en la fecha de colocación, mientras que la fungibilidad no (Serra 1999: 130)<sup>80</sup>.

Como ya se mencionó, comúnmente se comete el error de identificar la homogeneidad con la fungibilidad. La fungibilidad es solo una de las formas en que se puede manifestar la homogeneidad. La homogeneidad y fungibilidad exigirán siempre pluralidad dado que solo es posible lo común y lo idéntico en lo plural.

De este modo, si bien la homogeneidad y la fungibilidad son características referidas a la comparación de una pluralidad de valores, la negociabilidad tiene un sentido funcional. Así, aun cuando la fungibilidad es una de las modalidades en que la negociabilidad se expresa, no se encuentra presente en todas las emisiones pues siempre es posible la negociación en mecanismos centralizados de títulos individuales conforme al artículo 110 LMV<sup>81</sup>.

---

<sup>79</sup> A modo de ejemplo, el artículo 45 del Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores a que se refiere el Título VIII LMV, aprobado mediante Resolución Conasev N° 031-99-EF/94.10, señala que cuando se excluya un valor de un Mecanismo Centralizado en el cual se negocien obligatoriamente valores representados mediante anotaciones en cuenta, cuya forma de representación adoptada por el emisor sea la de títulos, éste debe homogeneizar la forma de representación de sus valores.

<sup>80</sup> En el mismo sentido, Pérez- Llorca entiende que existe homogeneidad cuando los valores: (i) forman parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito; y (ii) esté formada por valores negociables que tengan la misma naturaleza y régimen de transmisión y atribuyan a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones. En ese caso cabrían diferencias entre los valores emitidos como la fecha de puesta en circulación, el valor nominal, el procedimiento de colocación, etc (Pérez- Llorca 2001: 140)

<sup>81</sup> Aun cuando un negocio de emisión común facilita la fungibilidad, está última no es una consecuencia necesaria de la masividad. Al respecto, hay que tener en cuenta que el artículo 5 ROPP considera como emisión masiva aquella que se efectúa de un conjunto de valores homogéneos o no. Sin embargo, consideramos que en

### 3.3.3. *Derechos incorporados: propósito de inversión*

Tanto el artículo 3 LMV como el artículo 255 numeral 5 LTV coinciden en que los valores mobiliarios confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor. En el primer caso, entre los valores que incorporan un derecho de crédito podemos mencionar los bonos y los papeles comerciales. Por su parte, los derechos dominiales se encontrarían presentes, según Vidal, en los certificados de plata, regulados en su día bajo la Ley 24155 (Vidal 1988: 153). Dicha Ley, derogada por la LTV, autorizaba a las empresas bancarias y empresas mineras productoras de plata a emitir títulos a la orden representativos de plata refinada denominados certificados de plata. A su vez, el titular de uno de ellos podía solicitar en cualquier momento a las empresas emitentes la entrega de la plata refinada que el certificado representaba. Sin embargo, es preciso aclarar que estos certificados propiamente no eran de carácter dominial pues contenían un derecho de crédito con entrega en especie. Distinto sería el caso si los citados certificados diesen a su titular un derecho sobre determinada cantidad de plata debidamente individualizada y sometida a custodia.

Por último, la acción es el prototipo de valor que confiere un derecho de participación, determinándose incluso bajo el artículo 257 numeral 4 LTV que pueden emitirse valores mobiliarios con la denominación de acción que no representan participaciones en el capital de una sociedad sino alícuotas o alícuantas de cuentas o patrimonios distintos. Tal es el caso por ejemplo, de las “acciones” emitidas en un fideicomiso de titulización o las llamadas “acciones de inversión”.

Asimismo, tanto la LMV como la LTV precisan que serán valores mobiliarios los derechos o índices referidos a otros valores mobiliarios<sup>82</sup>. Se pretende incluir dentro de esta categoría, por ejemplo, a los certificados de suscripción preferente como documentos que incorporan el derecho de suscripción de acciones ante un aumento de capital. Sin embargo, también podrían existir valores que supongan un derecho únicamente sobre los dividendos de una acción previamente emitida, lo que muestra la pretensión de amplitud del concepto para abarcar situaciones no típicas. Los productos derivados, como opciones, futuros, forwards y swaps se encuentran también bajo este supuesto, dentro de los alcances de la LMV.

---

realidad se estaría refiriendo a la fungibilidad, y por tanto a la negociabilidad, pues solo se requerirá que los títulos por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros (Gilberto 2004: 922-923).

<sup>82</sup> La LTV señala al respecto “derechos referidos a otros valores mobiliarios e instrumentos financieros” (art. 255 numeral 5 LTV). Esta disposición estaría sujeta de igual modo a los límites de la tipicidad propios de los títulos valores (art. 3 LTV). Así, serían valores mobiliarios los derechos sobre instrumentos financieros siempre que exista un previo reconocimiento normativo. Para el caso de los instrumentos financieros de la LMV, esta limitación no está presente.

La LTV menciona los derechos sobre patrimonios autónomos o fideicomisos, no consignados en la definición de la LMV; no obstante, dichos instrumentos están comprendidos implícitamente al regular la LMV la emisión de valores respaldados en el patrimonio de un fondo mutuo, un fondo de inversión y un fideicomiso de titulización.

A diferencia de lo ocurrido en el derecho anglosajón donde el concepto de *security* se ha desarrollado tanto jurisprudencial como doctrinariamente en torno principalmente a la idea de “propósito de inversión”, para el caso del valor mobiliario pareciera que esta característica ha sido olvidada o se da por sobreentendida. Hay que recordar que la incorporación de distintos derechos en el documento se realiza con la finalidad de facilitar el tráfico con una orientación claramente de inversión.

En el derecho peruano se ha prestado normalmente atención a analizar las características documentales de los valores mobiliarios como si siempre fueran títulos valores; sin embargo, no son ellas las que sustentan una regulación específica. La mayor parte de las controversias surgen al momento de determinar cuándo una transacción puede involucrar la presencia de valores mobiliarios en un contexto de oferta pública más que al discutir acerca de sus atribuciones como “títulos”.

### **3.4. Otras características de los instrumentos que sean títulos valores**

Si bien, como ya mencionamos, las características de los valores mobiliarios orientadas a su transmisibilidad no deben ser consideradas como elementos esenciales, es necesario hacer una pequeña explicación de estas vinculadas a su consideración de títulos valores (valores mobiliarios regulados dentro de los alcances de la LTV).

#### **3.4.1. Relación con el contrato originario (negocio de emisión)**

En los valores mobiliarios no se da, como sí sucede con el resto de títulos valores, un negocio causal y un contrato de entrega del título, o bien una relación de concurrencia/alternancia entre la obligación subyacente y la obligación cartular (Alonso 1994: 123). El contrato material y la emisión de valores mobiliarios son una sola cosa dado que la emisión y entrega de los valores es una obligación esencial del contrato de inversión. A diferencia de los contratos donde se involucren otros títulos valores, un contrato de financiamiento con valores mobiliarios sería un sinsentido si no se emitiesen los valores<sup>83</sup>. Por

---

<sup>83</sup> Esta afirmación es relativa en el contrato de sociedad pues si bien es causal respecto a la emisión de acciones, el contrato sigue siendo válido y eficaz para los accionistas aunque aquellas nunca se lleguen a emitir.

otro lado, por ejemplo, una compraventa seguiría siendo válida tanto si el deudor del pago emite un título valor para cumplir con su obligación como si no lo hace.

Por emisión de valores mobiliarios se entiende (Cachón 1997: 38):

“un negocio jurídico por el que una persona jurídica realiza un ofrecimiento genérico al público inversor para la suscripción de valores negociables homogéneos de nueva creación, con la finalidad económica directa o indirecta de financiación, generando una vinculación jurídico-negocial única entre el emisor y los titulares de dichos valores”.

En ese sentido, la emisión:

- 1) debe versar sobre valores mobiliarios,
- 2) debe existir una finalidad económica de naturaleza financiera y
- 3) existe una apelación abierta al público inversor.

Por otro parte, el negocio jurídico originario también moldeará la aptitud de negociabilidad. La emisión como serie de actos jurídicos que producen el nacimiento de los valores implicará que la uniformidad sea casi una consecuencia necesaria (Alonso 1994: 157). La homogeneidad hará posible la aptitud de los títulos para ser negociados en mercados ciegos.

### **3.4.2. Literalidad**

Como señala Montoya, “la literalidad significa que los derechos y las correlativas obligaciones deben constar por escrito en el documento porque son los términos señalados en éste los que determinan el contenido y los efectos de tales derechos, así como la titularidad del tenedor legítimo y las prestaciones a cargo del obligado” (Tola 1994: 179).

En el sentido absoluto, la literalidad supone que las relaciones entre el acreedor y el deudor del título se regulan por lo que expresa el título mismo. Sin embargo, esta no se presenta con igual intensidad en los títulos causales en los cuales el derecho incorporado se completa con indicaciones no contenidas en el mismo documento, como ocurre para el caso de los valores mobiliarios (Broseta 2011: 446-447).

### 3.4.3. *Causalidad- Autonomía*

La autonomía, en su sentido amplio, consiste en la adquisición de un derecho independiente de las vicisitudes y relaciones personales que medien entre anteriores titulares y el deudor. La posición jurídica entre el primer adquirente y los futuros se delimita por la literalidad del título y no por las relaciones personales fomentando así la transmisibilidad (Broseta 2011: 447). Se determina simplemente que cada uno de los sucesivos titulares resulte vinculado solo en forma originaria con el obligado y no como sucesor de quienes lo antecedieron en la titularidad (Montoya 1988: 180)<sup>84</sup>.

Por otro lado, la abstracción supone la desvinculación del título con la relación causal. Así, no interesará si la obligación incorporada en el título representaba el pago del precio de una compraventa convirtiéndose para el tercero en un crédito puro (Broseta 2011: 447).

En el presente caso, solo es posible predicar la autonomía entre los sucesivos negocios traslativos pero no la abstracción respecto a ellas con el negocio jurídico de financiamiento originario (Alonso 1994: 137)<sup>85</sup>. La modificación del negocio causal afectará no solo al primer titular de los valores sino al actual, explicando así la especial atención que le otorga la regulación al prospecto de emisión<sup>86</sup>. El título emitido siempre se vinculará al contenido y vicisitudes del negocio jurídico que le dio origen. Los valores mobiliarios revelan vinculación con su causa generatriz (Montoya 1988: 183). Consecuencia de lo anterior es que sólo se podrán interponer determinadas excepciones en aras de facilitar la circulación y, por tanto, el interés de liquidez de los potenciales inversionistas.

### 3.5. **Distinción entre valor mobiliario y valor negociable**

Por otro lado, con el objeto de llegar a un entendimiento pleno del concepto de valor mobiliario, es necesario brindar algunas distinciones entre dos términos que son utilizados normalmente como sinónimos: valor mobiliario y valor negociable. Aun cuando es debatible doctrinariamente la equivalencia de ambos términos, existe unanimidad en considerar que su origen corresponde a dos clasificaciones de los títulos valores. Así, teniendo en cuenta su forma de emisión, los títulos valores pueden ser clasificados en títulos singulares y títulos en

---

<sup>84</sup> Sobre este punto, Zegarra opina que “los derechos cambiarios se adquieren a título derivativo del anterior tenedor, como resultaría de la aplicación normal de los principios y reglas del ordenamiento jurídico patrimonial privado” (Zegarra 2016: 120). No existiría por tanto una vinculación entre la autonomía y la supuesta originariedad.

<sup>85</sup> Por ejemplo, el artículo 81 LGS señala que el cesionario de la acción no pagada íntegramente responde solidariamente frente a la sociedad con todos los cedentes que lo preceden por el pago de la parte no pagada.

<sup>86</sup> De esta forma, como indica Piaggio, “la única forma de que quede constancia y seguridad jurídica de lo que se afirmó para colocar un valor mobiliario es dejar constancia de ello en un registro público, tal como es el caso del Registro Público del Mercado de Valores” (Piaggio 2000: 74).

serie. Los primeros, llamado también “efectos de comercio”, se emitirían aisladamente como consecuencia de relaciones subyacentes dotadas de rasgos particulares (Menéndez 2011: 355). Los segundos, conocidos como valores mobiliarios, se emiten conjuntamente y cuentan con contenido uniforme (Broseta 2011: 449; Sánchez 2011: 56-57). Por otro lado, según su función económica, se distinguen los títulos de crédito de los valores negociables, entendidos estos últimos como aquellos emitidos con el propósito de obtener capital con fines de inversión.

El concepto de “valor mobiliario” haría únicamente referencia a la forma de instrumentar la emisión (emisión en masa o en serie) mientras que “valor negociable” implicaría una referencia funcional: serviría como medio de obtención de capital para los emisores y vehículo de inversión para el adquirente (Zegarra 2016: § 43,45 y 205). Los valores mobiliarios, al menos en un principio, solo serían aquellos títulos valores emitidos en masa representativos de una parte de un negocio jurídico de carácter complejo (Gilberto 2004: 205). Por el contrario, la noción de “valor negociable” se enmarcaría en una regulación distinta al apelar al ahorro público y por tanto evidenciar las necesidades de tutela del inversor (Broseta 2011: 292). Si bien los valores negociables se emiten típicamente en masa, no siempre esta tipología es concurrente pudiendo existir valores mobiliarios que no se negocien en un mecanismo centralizado de negociación así como existirán efectos de comercio negociados en dichos mercados.

La mencionada delimitación es relevante. Así, si utilizamos la acepción original de ambos términos, pareciera que la LMV al definir a los valores mobiliarios en su artículo 3, contempla características propias del concepto de valor negociable, como es la aptitud para ser objeto del mercado de valores. Asimismo, permite enfatizar que la apelación al ahorro del público más que la simple masividad distingue a aquellos instrumentos bajo los cuales recae la regulación del Mercado de capitales.

Como precisa Aníbal Sánchez, cuando hablamos de instrumentos en masa y que se representan mediante títulos existe una equivalencia entre el concepto de valor mobiliario y de valor negociable; pero si son títulos de libramiento singular o se representan mediante anotaciones en cuenta no lo serán en absoluto (Sánchez 2008: 665). En el caso peruano, al contemplarse la emisión singular de los valores, difícilmente podría hablarse de valores mobiliarios.

Así, aunque la categoría de “valor mobiliario” en su sentido original no es la adecuada para hablar de los instrumentos transados en el mercado de capitales, la categoría de “valor negociable” tampoco lo es. Como se ha explicado, ambas son clasificaciones de títulos

valores que se encuentran restringidas por la tipicidad y la forma de instrumentación propias de estos últimos.

La LMV al regular su elemento objetivo, si bien utiliza la denominación de “valor mobiliario” en realidad se estaría refiriendo a cualquier “instrumento de inversión” delimitado en la base a la oferta pública que tenga como objeto invitar a participar en una actividad empresarial. De este modo, comprendería tanto a los “valores mobiliarios” tal como se encuentran recogidos en la LTV así como a otros instrumentos asimilables que no son títulos valores y, por tanto, pueden ser representados de cualquier manera.

Es interesante notar que la definición de valores mobiliarios contenida en el artículo 4 ROPP brinda los siguientes alcances:

“a) Valores.- Se consideran valores a aquellos derechos transferibles de contenido patrimonial, como los que se incluyen en el referido artículo 3° de la Ley, que se encuentren incorporados en títulos, registrados mediante anotación en cuenta, o sujetos a un régimen de transmisión, que determine CONASEV, destinado a facilitar su enajenación a terceros”.

Esta definición de valor mobiliario es más amplia que la contenida en la LTV al considerarlos como cualquier derecho transferible. Como veremos en la sección 8, el concepto de valor mobiliario se construye con base en su formalización en un soporte específico: el papel o el registro contable de una institución de compensación y liquidación de valores. De este modo, ampliar su forma de representación supone, para efectos prácticos, ampliar también los contratos que puedan ser considerados como valores mobiliarios.

En ese sentido, podría entenderse que el artículo 80 LMV al indicar que “los valores pueden ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos”, únicamente se estaría refiriendo a los valores mobiliarios tal como se encuentran en la LTV pero no a los demás instrumentos de inversión.

### **3.6. ¿Numerus clausus?**

El artículo 3 LTV precisa que la creación de nuevos títulos valores se hará por ley o por norma legal distinta en caso de existir autorización para el efecto emanada de la ley o conforme al artículo 276 de la citada Ley.

Más allá del debate en torno a que particulares puedan crear títulos valores atípicos, el artículo 256 LTV autoriza a que mediante ley especial se puedan establecer los requisitos para la creación de nuevos valores mobiliarios. Asimismo, el artículo 276 LTV faculta a la SMV y a la SBS la creación de nuevos títulos valores por parte de las personas o empresas sujetas a su control.

En efecto, se ha optado por la posibilidad de que la SMV regule nuevos valores mobiliarios. La citada disposición únicamente habilita a que *ex ante* mediante un Reglamento se deba reconocer la existencia de un nuevo tipo de valor para que posteriormente circule en el mercado. Sin embargo, esta restricción debe entenderse como aplicable solo a los valores mobiliarios como títulos valores recogidos en la LTV. Si bien la LMV reconoce que algunos de los instrumentos ofertados son títulos valores, existen algunos que no lo son, aunque la LMV utilice indistintamente el nombre de “valor mobiliario” para referirse tanto a los unos como a los otros. Es así que pueden existir instrumentos de inversión del mercado de capitales atípicos pero no valores mobiliarios como títulos valores atípicos.

Así por ejemplo, el ROPP al establecer plazos especiales para ciertos valores típicos tanto en el trámite general de inscripción como en el anticipado bajo los artículos 13 y 14 supone la aplicación de un plazo general para determinados instrumentos que puedan ser considerados como instrumentos de inversión atípicos.

Como señala Sánchez Calero respecto al caso español, pero resulta perfectamente aplicable para la regulación peruana, “la experiencia ha demostrado que junto a los valores mobiliarios tradicionales que se ofrecían públicamente a los inversores, han ido surgiendo otros valores innominados o atípicos que son fruto de nuevos productos financieros surgidos, en parte, como consecuencia de la autonomía de la voluntad y de la preocupación por obtener los emisores mayores recursos”(Sánchez 1995: 30). En ese sentido, la razón principal para utilizar un concepto de instrumento de inversión tan amplio es la cobertura de estas nuevas estructuras de financiamiento.

Es necesario contar con una noción amplia de instrumento de inversión, lo suficientemente flexible, como para prevenir fraudes mediante la emisión de productos financieros especialmente diseñados para estar fuera de la regulación (Castellano 2012: 458). Pongamos como ejemplo la venta de participaciones en un crédito sindicado, el cual si bien no es un bono, tiene unas características semejantes. Bajo una interpretación estricta de la normativa, la oferta de dicho instrumento no se consideraría una oferta de valor mobiliario y por tanto no estaría sujeta a la regulación; sin embargo, sus características serían prácticamente idénticas. Este problema no es únicamente teórico pues en el escenario actual

los grandes préstamos corporativos no son normalmente mantenidos hasta su vencimiento por un solo Banco sino que son sindicados por un gran grupo de acreedores quienes posteriormente los negocian en un mercado de gran liquidez (De Fontenay 2014: 4). De este modo, tanto las características de dichos préstamos y los bonos convergen de la siguiente manera (De Fontenay 2014: 22-25):

- 1) Adquisición por parte de un grupo disperso de inversionistas que en un mercado secundario puede que nunca hayan tenido contacto con el emisor<sup>87</sup>
- 2) Determinación del precio del instrumento
- 3) Liquidez al ser ambos instrumentos diseñados específicamente para su negociación
- 4) Las cláusulas contractuales que restringen la actividad de la empresa deudora asegurando el pago de la obligación se tienden a diseñar de modo idéntico.

Asimismo, existiría un problema de selección regulatoria en la cual la innovación financiera estaría dirigida a explotar vacíos legales para evitar la regulación del mercado de valores y los costos de *compliance*. Asociado a este problema, desde un ámbito internacional de las transacciones financieras, como hemos señalado previamente, el criterio de derecho aplicable dependerá de la presencia o no de un valor mobiliario por lo cual sería posible el *forum shopping*.

### **3.7. Relación del concepto de valor mobiliario con la Oferta Pública de Valores**

#### ***3.7.1. Definición de Oferta Pública***

De acuerdo al artículo 1 LMV quedan comprendidos dentro del alcance de la Ley, conjuntamente con las entidades inscritas en el RPMV como participantes del mercado de valores, las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores así como los valores de oferta pública. En ese sentido, el ámbito de regulación desde un punto de vista objetivo se delimita no solo con base en los valores mobiliarios sino que estos deben ser ofrecidos de modo público en territorio nacional o negociados en este.

Respecto a la oferta pública, el artículo 4 LMV la define de la siguiente manera:

---

<sup>87</sup> Internacionalmente, la Loan Syndication and Trading Association (LSTA) y la Loan Market Association (LMA) promulgan formatos y estándares para la negociación de préstamos bancarios.

“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”.

Los criterios para determinar la presencia de una oferta pública son desarrollados en el artículo 6 del Reglamento del ROPP, al cual nos referiremos y analizaremos.

- **Invitación**

De acuerdo a lo dispuesto en el artículo 6, inciso a) ROPP, se considera invitación a toda aquella manifestación de voluntad que se efectúa de modo directo o a través de terceros, tenga ésta el carácter de invitación a ofrecer, simple oferta, promesa unilateral u otra que tenga por objeto efectuar o recibir propuestas vinculadas a cualquier acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores mobiliarios.

- **Adecuadamente difundida**

La invitación es adecuadamente difundida, conforme lo establece el artículo 6, inciso b) ROPP, cuando se dirige a sus destinatarios, de manera individual o conjunta, simultánea o sucesiva, a través de cualquier medio, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que permita la tecnología, y que resulte idóneo para dar a conocer su contenido a su destinatario. Se incluye asimismo la utilización de los servicios de las Bolsas de Valores o de las entidades encargadas de la conducción de mecanismos centralizados de negociación.

La SMV ha interpretado que el contacto directo con los destinatarios de la oferta, a través de visitas individuales, comunicaciones o llamadas telefónicas resultan medios idóneos para la difusión de una oferta (Conasev 2003: 10)<sup>88</sup>.

- **Dirigida al público en general o a un segmento del público**

De acuerdo con el artículo 6, inciso c) ROPP, el público en general está conformado por el conjunto de personas indeterminadas, nacionales o extranjeras, que sean potenciales inversionistas en el territorio nacional.

---

<sup>88</sup> Al respecto, posteriormente mediante Resolución Conasev N° 010-2005-EF/94.10 se determinó que las referidas visitas y llamadas recibidas no significan necesariamente que se haya producido una adecuada difusión de la oferta. Sin embargo, ello no significa que el criterio expuesto no sea el correcto, sino que la determinación de la difusión es una cuestión de prueba y sería posible que se realice solo con llamadas o visitas individuales.

Por su parte, el artículo 6 inciso d) ROPP, se considera segmento del público al conjunto de personas determinadas o no que, de acuerdo a las circunstancias, requieren de la tutela, cuando su número sea tal que involucre el interés público. Asimismo, establece que se considera que se requiere dicha tutela cuando, en orden a la posibilidad de acceso a información relevante por dichas personas y/o a que ésta sea procesada por ellas, encuentren dificultades para adoptar una decisión libre e informada respecto a la invitación efectuada.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, para efectos de su calificación como segmento del público, se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público, y se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada.

Los accionistas u otros titulares de derechos de participación en una persona jurídica son susceptibles de ser considerados un segmento del público en los términos del referido inciso respecto de invitaciones efectuadas por dicha persona jurídica.

Es así, que de acuerdo a la norma el segmento del público estaría conformado por un conjunto de personas que en su calidad de inversionistas requieren tutela. Por su parte, la presunción de un número igual o mayor a cien (100) personas como conjunto de destinatarios que involucran un interés público y necesidad de tutela no significa que si el número es menor a dicha cantidad será descartada. La necesidad de tutela puede determinarse con base en factores como la necesidad de corregir una situación de dificultad de acceso a la información o de procesamiento de información (Conasev 2003: 11). En efecto, en el extremo relativo a “un segmento del público”, es necesario que se determine la presencia de dos condiciones concurrentes:

- 1) una oferta que involucre el interés público
- 2) que los beneficiarios de la oferta requieran de tutela

En ese caso, la necesidad de tutela puede analizarse con base en elementos tales como el grado de instrucción general de los inversionistas, la frecuencia de inversión en el mercado de valores, horizontes de inversión, conocimiento de materias económicas-financieras, grado de aversión al riesgo, etc. (Conasev 2005: 19)<sup>89</sup>.

---

<sup>89</sup> Si bien el modelo peruano se asemeja a la regulación federal estadounidense acerca de la aplicación de las reglas de oferta pública, tiene una importante y cuestionable desviación. Mientras la Regulación D estadounidense señala presunciones para considerar una oferta como privada lo cual otorga seguridad jurídica; la aproximación en el ROPP es la inversa (Guarniz 2013:...). Al presumir que existe un segmento del público cuando los destinatarios de la oferta sean iguales o mayores a 100 personas, se otorga un beneficio al regulador y no al

- **Acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores mobiliarios**

Por último, de acuerdo al artículo 6 literal e) ROPP, la invitación comprende actos relativos a la creación o enajenación de derechos patrimoniales referidos a dichos valores, incluyendo al derecho u opción de suscripción o adquisición. Asimismo, se destaca que dicho acto jurídico, cualesquiera sean sus características, debe tener la naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquirente. Como se observa, la referencia a los actos de inversión como parte integrante de la noción de oferta pública es un punto de conexión interesante con el concepto de oferta pública.

### ***3.7.2. Diferencia con otras ofertas al público***

#### ***3.7.2.1. Relación con la oferta al público civil***

Las declaraciones que realiza un empresario al momento de levantar capital a través de instrumentos financieros pueden ser de dos tipos:

- 1) a través de una oferta pública de valores, o
- 2) mediante una invitación a ofrecer.

Que sea una u otra dependerá del contenido de la declaración y que cumpla con todos sus elementos. Así, en caso sea una oferta pública de valores, en principio sería vinculante mediante la aceptación pura y simple. Una invitación a ofrecer de valores, por su parte, no sería vinculante hasta que no se produzca su aceptación y parecería que no se consideraría una oferta pública de valores.

Esta distinción dependerá de que se entienda el contenido de la declaración al público en su sentido propio. Sin embargo, doctrinalmente existe discusión sobre el tema. La oferta pública de valores para Vidal es una propuesta dirigida a un número indeterminado de personas. Se constituye siempre como una declaración unilateral de carácter no recepticio, sin fuerza vinculatoria mientras no se produzca la aceptación, difiriendo así de la simple oferta (Vidal 1987: 15). De este modo, para el autor, la oferta al público en el mercado de valores se identifica con la oferta al público regulada en el CC. En efecto, el artículo 1388 CC dispone lo siguiente:

---

administrado. En caso exista una oferta masiva, se presume que es una oferta pública y no existe un verdadero *safe harbor* que permita a los administrados excluirse de la aplicación de la regulación.

“La oferta al público vale como invitación a ofrecer, considerándose oferentes a quienes accedan a la invitación y destinatario al proponente.

Si el proponente indica claramente que su propuesta tiene el carácter obligatorio de una oferta, valdrá como tal.”

Bajo la regulación civil, a la oferta al público solo se le atribuye un carácter general de invitación a ofrecer; negándose la función de verdadera oferta, dependiendo su obligatoriedad de que se indique claramente como tal (Forno 1991: 45).

Una aceptación pura y simple de una oferta permite la formación del contrato. Así, de acuerdo al artículo 1376 CC, la aceptación que no sea conforme a la oferta se considera como contraoferta. El contrato, de acuerdo al artículo 1373 CC, queda perfeccionado en el momento y lugar que la aceptación es conocida por el oferente. Por su parte, la oferta al público no tiene los efectos de una verdadera oferta dado que no liga al proponente a un contrato por el mero hecho de que alguien responda a ella (Guarniz 2013: 80). Como señala Guarniz, “la denominada oferta al público es un concepto que tiene una finalidad muy específica: evitar que mediante la aplicación de las normas tradicionales sobre contratación, se entiendan legalmente celebrados más contratos de los que resulten comercialmente razonables” (Guarniz 2013: 80).

Bajo este esquema, mientras a Vidal le basta reconocer el carácter no recepticio de la oferta pública de valores para identificarla de manera inmediata con la oferta al público del artículo 1388 CC, Guarniz precisa que esta característica no es esencial para activar la protección de las normas del mercado de valores. Así, si se ofreciesen valores a 2000 personas mediante cartas personalizadas, no tendría sentido que se considere como una oferta solo regulada civilmente y que no resulten aplicables las normas tuitivas del mercado de valores (Guarniz 2013: 90). Si bien es cierto que no puede fundarse la regulación de oferta pública de valores en el carácter recepticio, la eventual paradoja planteada en el ejemplo no sería tal si simplemente se reconociese que esta oferta mercantil no es identificable con la oferta al público civil, con base en la aplicación del artículo 57 CdC.

La regulación civil sobre el asunto no sería totalmente compatible con las normas de contratación mercantil si tenemos en cuenta que el modelo normal de oferta en el CC es el ser recepticia (artículo 1374 CC) e irrevocable (artículo 1382 CC) mientras la oferta dirigida al público es excepcional (Zegarra 2015: 118). Como hemos indicado, la norma civil le otorga directa y en primer lugar a la oferta al público los efectos de una invitación a ofrecer. En consecuencia, su obligatoriedad dependerá de que expresamente se indique como tal. Como

se sabe, la invitación a ofrecer no tiene carácter vinculante; únicamente es una “declaración que una persona dirige a otra o a un grupo determinado de sujeto o al público en general, manifestando su propósito inicial de celebrar un (o varios) contrato determinado y su disposición a considerar las ofertas que a tal fin le formulen quienes accedieran a la invitación” (Forno 1991: 241). La invitación a ofrecer no es una verdadera propuesta de contrato, no es una verdadera oferta. Tampoco pretende mostrar una intención seria de contratar por lo que no sujeta al declarante a ninguna obligación, a excepción de la contenida en el artículo 1381 CC.

En ese sentido, en el ámbito mercantil, la existencia de una verdadera oferta por un empresario lo vinculará con cualquiera del público que la acepte, siempre que de su contenido se desprenda que es una oferta y no una invitación a ofrecer. El artículo 57 CdC prohíbe “tergiversar con interpretaciones arbitrarias el sentido recto, propio y usual de las palabras dichas o escritas”. De este modo, como señala Zegarra “la propuesta hecha por un empresario al público que sea completa y seria (o sea, siempre que sea verdadera oferta) deberá necesariamente entenderse estrictamente en sus propios términos, y por lo tanto vinculará al oferente con cualquiera del público que le haga llegar una aceptación conforme, seria y oportuna” (Zegarra 2015: 119).

Por otro lado, en caso la declaración del empresario fuese una invitación a ofrecer, parecería que en principio por aplicación del CdC debería considerarse como tal y, por tanto, no ser vinculante. Sin embargo, las normas tuitivas del mercado de valores se aproximan a aquellas de protección al consumidor al otorgar a las invitaciones a ofrecer determinados efectos de una verdadera oferta. Si tenemos en cuenta que el artículo 46 del Código de Protección y Defensa del Consumidor, al comprender dentro del ámbito de cualquier comunicación dirigida al público a la oferta al público, señala que “las características y funciones propias del producto o servicio y las condiciones y garantías ofrecidas obligan a los proveedores y son exigibles por los consumidores (...)”; es evidente que la norma del artículo 1388 CC no puede aplicarse en el ámbito mercantil. En el mismo sentido, el artículo 14.1 del Código de Protección al Consumidor, al obligar al proveedor a proporcionar a los consumidores que lo soliciten los productos o servicios ofrecidos, en las condiciones señaladas, da a entender que cualquier comunicación pública tendrá el carácter vinculante de una oferta<sup>90</sup>. En el caso del mercado de valores, la amplitud de la definición de oferta al

---

<sup>90</sup> No hay que olvidar, que con base en la Cuarta Disposición Complementaria Final de la Ley N° 29782, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores, en materia de Protección al Consumidor y siempre que los comitentes o partícipes ostenten la condición de consumidores finales, el Instituto Nacional de Defensa

público como una invitación para realizar “cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios”, permite suponer que se le podrán otorgar algunos efectos vinculantes propios de la verdadera oferta a una declaración que sea una invitación a ofrecer.

De este modo, la oferta al público en el mercado de valores, que por su contenido es tal, al ser por lo menos una oferta mercantil, debe considerarse como verdadera oferta y no como invitación a ofrecer, tal como se regula civilmente. Al ser una oferta realizada por un comerciante debe ser entendida en sus propios términos aún cuando no apliquen las disposiciones del Código de Protección y Defensa del Consumidor por no ser el destinatario un consumidor. Por su parte, la invitación a ofrecer, en base a las características del derecho del mercado de capitales, tendría también algunos de los efectos de una oferta pública. Más aún si tenemos en cuenta que en el mercado de valores, la finalidad de la oferta es la captación de ahorros de los inversores razón por la cual se tutelan dichas operaciones. El concepto de oferta pública de valores responde a unos intereses concretos diferenciados del concepto general civil. Así la normativa civil responde a la problemática del encuentro de la oferta y la aceptación mientras que la normativa del mercado de valores se construye bajo un esquema de protección al inversor y eficaz funcionamiento del mercado (Cachón Blanco 1997: 60). Lo esencial de una oferta al público civil es ir dirigida a un número indeterminado de sujetos o una colectividad<sup>91</sup>; mientras que la oferta pública de valores mobiliarios puede ir dirigida a sujetos determinados.

Esta postura se encuentra por otro lado sustentada en el artículo 59 LMV el cual señala que la suscripción o adquisición de valores presupone la aceptación por el suscriptor o comprador de todos los términos y condiciones de la oferta, tal como aparecen en el respectivo prospecto informativo.

---

de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (en adelante, INDECOPI) conoce las denuncias de éstos contra sus sociedades agentes de bolsa, sociedades administradoras de fondos mutuos o fondos de inversión o empresas administradoras de fondos colectivos; derogándose la disposición de la Ley Orgánica de la SMV que le atribuía la función genérica de resolver las controversias.

<sup>91</sup> Como señala Piaggio Torre Tagle, “el principal motivo que mueve a los legisladores a legislar dicha actividad, lo constituye el hecho de que en las OPP está de por medio dinero de terceros, ajenos a aquellos que emiten, suscriben transitoriamente, o colocan valores que salen al mercado por primera vez” (Piaggio 2000: 71).

### 3.7.2.2. *Diferencia con la constitución de sociedades por oferta a terceros de acciones*

El artículo 3 LGS permite que la sociedad pueda constituirse “simultáneamente en un solo acto por los socios fundadores o en forma sucesiva mediante oferta a terceros contenida en el programa de fundación otorgado por los fundadores”. En la constitución simultánea existe una decisión por parte de los socios fundadores sobre la creación de la sociedad, establecer el pacto social y el estatuto así como suscribir la minuta y escritura pública de constitución. Por su parte, en la constitución sucesiva la fundación de la sociedad se realiza mediante un proceso previo que supone dirigir una oferta a un número indeterminado de posibles suscriptores (Elías 2015: 241).

Es común confundir la constitución de sociedades por oferta a terceros con la oferta pública de valores<sup>92</sup>; sin embargo, se regulan dos situaciones distintas. El propio artículo 56 LGS señala lo siguiente:

“La sociedad puede constituirse por oferta a terceros, sobre la base del programa suscrito por los fundadores.

Cuando la oferta a terceros tenga la condición legal de oferta pública, le es aplicable la legislación especial que regula la materia y, en consecuencia, no resultan aplicables las disposiciones de los artículos 57 y 58”.

La LGS diferencia de este modo dos tipos ofertas a terceros para la constitución de sociedades:

- 1) aquella en la que a su vez se realiza una oferta pública
- 2) aquella en la que no se realiza una oferta pública

---

<sup>92</sup> Esta confusión parece estar presente en Vidal al tratar en un mismo sentido a ambas ofertas (Vidal 1987). De igual modo, si bien posteriormente las diferencia, Elías Laroza, al explicar el origen de la denominación contenida en la LGS, precisa que “la Comisión Reformadora, siempre reacia a variar denominaciones que durante muchos años se han convertido en costumbre en nuestro país, se vio obligada a esta excepción: sustituir el término “suscripción pública” por el de “oferta a terceros”. Ello en razón de las leyes del mercado de valores que hablan de “oferta” y no de “suscripción”. Se dudó entre “oferta pública” y “oferta a terceros” y prevaleció esta última” (Elías 2015: 242). De igual forma, al comentar el artículo 3 LGS precisa que la Comisión Reformadora no hizo extensiva esta modalidad de constitución a otras formas societarias distintas a la Sociedad Anónima pues “ninguna de ellas tenía una estructura aparente para la colocación de grandes capitales en el mercado”; sin embargo ellas pueden acceder al mercado de capitales mediante la emisión de obligaciones (Elías 2015: 54).

El proceso de fundación sucesiva de una sociedad podría darse sin necesidad de que se realice una oferta pública cuando se cumplan las condiciones normativas de una oferta privada: la oferta no involucre el interés público y los beneficiarios no requieran tutela. Así, por ejemplo, el proceso de constitución podrían llevarse a cabo mediante una oferta a diez inversionistas institucionales. Como señala Elías Laroza:

“Este tipo de fundación es menos utilizado hoy en día, debido a la modernización del sistema financiero y del mercado de capitales, los que ofrecen a las distintas formas de financiamiento que no requieren de procedimientos tan complejos como el que necesariamente debe rodear la constitución por oferta a terceros. Sin embargo, continúa siendo un buen vehículo adicional para las sociedades que desean reunir capitales sin acceder necesariamente al mercado bursátil, o a través de inversionistas institucionales o de gran volumen” (Elías 2015: 242)

Lo indicado queda ratificado por el segundo párrafo del artículo 2 de la Resolución Conasev N° 141-98-EF/94.10 el cual señala que en la constitución de sociedades por oferta pública a terceros, las menciones al "programa de constitución" y al depósito del mismo en el "Registro" en la LGS, se entienden referidas al prospecto informativo y al registro del mismo en el RPMV de la SMV.

### ***3.7.3. Oferta pública- oferta privada***

La distinción entre una Oferta Pública y una Oferta Privada, se basa, conforme al artículo 5 LMV, en que se considera como “privada” la oferta no comprendida en la definición de oferta pública. Asimismo, se regulan tres supuestos por los que una oferta será siempre privada:

- 1) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el RPMV.
- 2) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a doscientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 250 000,00). En este caso, los valores no pueden ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.
- 3) Aquellas que establezca la SMV

Al determinarse la oferta pública de un valor mobiliario, el valor debe ser inscrito de manera obligatoria en el RPMV, de conformidad los artículos 17<sup>93</sup> y 49<sup>94</sup> LMV y por tanto acarrea las obligaciones de información contenida en los artículos 28 y 29 LMV, referidas a Hechos de Importancia e Información Financiera. De igual modo, el artículo 62 LMV señala que el emisor u oferente no podrá efectuar oferta pública de valores cuando hubiere incumplido las obligaciones de información.

#### **3.7.4. Desarrollo jurisprudencial peruano**

Los distintos casos planteados muestran cierta inclinación del regulador por vincular el carácter público de una oferta con la necesidad de protección del inversionista, ya sea porque se negociaron instrumentos complejos como por el hecho que existirían mecanismos de protección alternativos. Si bien no existen suficientes casos en la jurisprudencia peruana que permitan hablar de una postura uniforme, nos servirán para tener una idea de los criterios utilizados para analizar las ofertas públicas.

##### **- Expediente 2002/04797**

Trust Sociedad Titulizadora S.A., teniendo como único accionista a Argenta SAB, con fecha 29 de octubre de 1999, celebró un contrato con Proyecto 7 para la estructuración de un fideicomiso en titulización denominado “Patrimonio en Fideicomiso- Decreto Legislativo N° 861- Título XI- Agricorp U.S.A.” (en adelante, fideicomiso Agricorp) bajo el cual se transfirió a Trust en dominio fiduciario un inmueble y se emitieron bonos a favor de los fideicomisarios.

Del mismo modo, con fecha 30 de setiembre del 2000, Trust constituyó el fideicomiso “Patrimonio en Fideicomiso- Decreto Legislativo N° 861- Título XI- Inmuebles Argenta”, en el cual Argenta Sociedad Agente de Bolsa se constituye como originador y se emiten bonos a favor de los fideicomisarios.

Producto de la revocación de la autorización de funcionamiento de Argenta, impidiéndosele por tanto ser accionista de Trust, distintos fideicomisarios de ambos patrimonios solicitaron la remoción de Trust del cargo de fiduciario y denunciaron la existencia de diversas irregularidades.

---

<sup>93</sup> “En el Registro se inscriben obligatoriamente los valores de oferta pública y los programas de emisión de valores, sin que para ello se requiera autorización administrativa previa (...)”

<sup>94</sup> “Las ofertas públicas de valores requieren la previa inscripción de los valores en el Registro, salvo cuando se trate de valores emitidos por el Banco Central de Reserva y por el Gobierno Central, así como la excepción contemplada en el Artículo 66 (...)”

Con base en las denuncias, el Tribunal Administrativo de Conasev, mediante Resolución N° 124-2003-EF/94.12, consideró necesario determinar en primer lugar la naturaleza pública o privada de la oferta de los bonos emitidos con respaldo en los patrimonios fideicometidos. En concreto, los fideicomisarios manifestaron que se trataba de una oferta pública, a pesar de lo cual Trust la había tramitado como oferta privada.

El carácter de público o privado era relevante, tal como se expresa en la mencionada Resolución, en el sentido de que si se determinaba que una oferta era pública debió cumplir con los requisitos establecidos en la LMV y sus normas reglamentarias, relativas principalmente a la inscripción del valor en el RPMV y la revelación de información “para que los potenciales inversionistas pudieran haberse formado un juicio fundado sobre la inversión que Trust les propuso” (Conasev 2003: 8).

La mencionada resolución divide los criterios para determinar la naturaleza pública de una oferta en cuantitativos y cualitativos. Los primeros harían referencia al número de destinatarios; los segundos tienen en cuenta factores como el tipo de destinatarios involucrados, su capacidad para soportar el riesgo económico de la inversión, grado de sofisticación como inversionistas, la ausencia o no de publicidad, el acceso de los potenciales inversionistas a la información relevante del emisor y la participación de intermediarios financieros.

En ese sentido se enfatiza que el marco legal peruano referido a las ofertas públicas de valores reposa en un interés público que se traduce en la tutela de los inversionistas a través de información. Ella sirve de base para analizar cada uno de los criterios de una oferta pública. Así, respecto al criterio de invitación adecuadamente difundida, el Tribunal Administrativo determinó que el contacto directo a los destinatarios de la oferta de los bonos, a través de visitas individuales, comunicaciones escritas, o llamadas telefónicas constituían medios idóneos para la difusión de la oferta.

A su vez, al analizar a los destinatarios de la oferta, se observó que ellos requerían de la tutela prevista, no obstante que el número de fideicomisarios adquirentes de los bonos fue menor de 100 por cada patrimonio fideicometido. Ello en razón de que, “la naturaleza de los valores colocados (participaciones en un fideicomiso de titulización) y la posibilidad de acceso a información relevante respecto al emisor y a la emisión de los valores, tuvo como consecuencia que los fideicomisarios no hayan estado en la posibilidad de entender las implicancias positivas o negativas de las transacciones propuestas, situación que no se hubiera producido si la oferta se hubiera realizado por los cauces formales previstos en la legislación del mercado de valores para las ofertas públicas” (Conasev 2003: 11).

La necesidad de tutela se evaluaría en base tanto a la posibilidad de acceso a la información como a la capacidad de que esta sea correctamente procesada en orden a la adopción de una decisión de inversión informada. En el presente caso, se consideró que la necesidad de tutela existía por las siguientes razones:

“ (i) los bonos emitidos fueron colocados a personas naturales, que en su gran mayoría no estaban familiarizadas con el proceso de titulización, siendo éste una figura novedosa y sofisticada en el mercado de intermediación directa, (ii) la colocación fue influenciada por la confianza que dichos inversionistas tenían en Argenta y en la promesa explícita de que dichos bonos estaban garantizados por los inmuebles transferidos en fideicomiso, así como por la garantía que la propia Argenta otorgó en el caso del Patrimonio Fideicometido Argenta, (iii) los fideicomisarios no tuvieron la posibilidad de acceso a información relevante, en tanto que TRUST no les proporcionó, en forma previa a su inversión, el contrato de fideicomiso, ni ningún otro documento informativo sobre dicha operación, pese a que se trataba de personas con poco o ningún conocimiento acerca de los procesos de titulización, tal como se desprende también de las declaraciones de los fideicomisarios, y (iv) la falta de información tuvo como consecuencia que los inversionistas no pudieran adoptar una decisión de inversión informada, puesto que como potenciales adquirentes no tuvieron conocimiento de las características del proceso de titulización, de la situación financiera de la empresa para efectuar los compromisos de pago, entre otras, y así evaluar si se adecuaban a sus requerimientos de inversión y si eran concientes de los riesgos que dicha inversión implicaba” (Conasev 2003: 12-13).

Aun en el supuesto de que los fideicomisarios hubieran tenido la posibilidad de acceder a información relevante, no hubiera sido posible el procesamiento de esta información. Asimismo, el valor nominal de los bonos (US\$ 1.00) se consideró como un indicativo de que la oferta estaba destinada a un gran número de personas; así como la participación de un *underwriter* como intermediario propio de las ofertas públicas.

Por último, se consideró cumplido el criterio de acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores mobiliarios a pesar de que la adquisición de los bonos por parte de algunos de los fideicomisarios no se efectuó sobre la base de un desembolso efectivo de dinero a favor de Trust sino que fue el resultado de una operación de canje de dichos bonos por letras de cambio vencidas (Conasev 2003: 12). En ese sentido, el Tribunal determinó que la emisión y colocación de los bonos efectuada por Trust, no constituía una oferta privada, calificando como oferta pública de valores de acuerdo a la LMV.

Posteriormente, mediante Resolución Conasev N° 010-2005-EF/94.10, se declaró que la emisión y colocación de los bonos respaldados por ambos patrimonios fideicometidos no calificaban como ofertas públicas principalmente porque no se verificó que haya sido adecuadamente difundida; así como la necesidad de tutela de los inversionistas. En ambos casos, el cambio en la decisión se debió principalmente a una cuestión de prueba más que a un cambio de criterio por lo que las nociones expuestas anteriormente resultan válidas.

El caso de Trust muestra que la necesidad de tutela que sustenta la existencia de una oferta pública depende de elementos tan variados como la sofisticación de los destinatarios, la complejidad del instrumento ofertado así como el acceso a información relevante. Asimismo, evidencia que incluso cuando los inversionistas sean menos de 100, no por ello la oferta será privada sino que el análisis del regulador será de cada caso en particular.

- **Expediente N° 2008012072**

Bajo este expediente, Sodexho Perú S.A.C. y Sodexho Pass Perú S.A.C. (en adelante Sodexho), sometieron a consulta de Conasev la transacción denominada “Sodexho with me” (en adelante el Programa) a fin de determinar si debe sujetarse a los requisitos establecidos para las ofertas públicas.

El programa se encontraba dirigido a los empleados de las subsidiarias de Sodexho en 24 países, incluido Perú, con el objetivo de lograr su fidelización. El monto total que podía ser invertido por los trabajadores no excedería del 25% del sueldo bruto anual de cada empleado.

En una primera etapa, los empleados de Sodexho recibirían: (i) un folleto informativo general (brochure); (ii) un documento de información acerca de aspectos del Programa a nivel local, el cual incluye información tributaria; y, (iii) un documento conteniendo la política informativa relacionada con el Programa. Asimismo, habría representantes especialmente designados por Sodexho, los cuales serían los encargados de entregar información, resolverían dudas o consultas acerca del programa. Del mismo modo, la empresa había previsto la realización de reuniones y charlas informativas sobre el programa.

Para la segunda etapa, durante el plazo de duración del programa, se crearía una página web en la cual los empleados podrían revisar los detalles de su cuenta, accediendo a todas las noticias sobre el programa y a los mensajes relativos a Sodexho en general. Asimismo, se remitirían estados de cuenta regulares. Finalmente, los empleados recibirían balances de situación anual que indicarían sus activos por fondo y por fecha de vencimiento, así como la información financiera pertinente.

El programa sería llevado a cabo a través de dos modalidades libremente escogidas por los empleados participantes: (i) “Sodexo Classic Offer”, la cual permitía al trabajador invertir en acciones de Sodexho con un 20% de descuento sobre el precio de referencia (calculado con base en la media del precio de salida de las acciones durante los veinte días de cotización en bolsa directamente precedentes a la fecha en la que la Junta de Dirección de la empresa fije el precio) y con un “*lock-up period*” de 5 años; y, (ii) “Sodexo Plus Offer”, en la cual el trabajador podía invertir en acciones de Sodexho con un 15% de descuento sobre el precio de referencia; estableciéndose un “*lock-up period*” de 5 años y una garantía de recuperar la totalidad de la inversión (sujeta las variaciones de tipo de cambio) más el rendimiento del 3% anual durante los cinco años. En ambos casos solo se podía solicitar un retiro anticipado bajo estrictas circunstancias tales como terminación del contrato de trabajo o sobre-endeudamiento del empleado.

En el presente caso la oferta se encontraría dirigida a los 2 335 empleados de la empresa; lo que en principio evidenciaría un interés público; sin embargo sería necesario determinar el otro requisito concurrente: la necesidad de tutela. En dicho extremo, Conasev determinó que los potenciales destinatarios no requerirían de la tutela que conlleva la aplicación de los requisitos de divulgación con base en los siguientes criterios:

- (i) La finalidad de la normativa de oferta pública es atenuar la asimetría informativa inherente a estas operaciones estableciendo estándares mínimos de entrega de información.
- (ii) El programa tenía como objetivo la fidelización de los trabajadores; por lo que Sodexho no tendría el incentivo de maximizar su beneficio en términos económicos ni difundir información falsa o poco clara. Esto se probaría con el hecho de que las acciones serían ofrecidas a un precio menor a su valor de mercado.
- (iii) El plan de comunicaciones para la difusión del programa evidenciaría que el potencial inversionista cuenta con información equivalente a la que exige la normatividad vigente.
- (iv) Existe poca probabilidad de que los valores colocados circulen entre terceros que requieran de tutela.
- (v) La intervención de CONASEV, incrementaría los costos de transacción sin lograr un claro beneficio para las personas a las que va dirigida la oferta.

En el caso de Sodexho, si bien en un principio estarían presentes todos los elementos requeridos para que la oferta sea pública, no habría una necesidad de tutela al implementarse un plan de comunicaciones que sustituiría la revelación de información obligatoria brindada por el mercado de valores. La falta de incentivos para defraudar por parte de la empresa así como la existencia de un mecanismo de protección alternativo permitieron al regulador exceptuar la oferta de este programa de los requisitos de revelación de información.

### **3.7.5. Relación con los valores mobiliarios**

Como hemos indicado previamente, en el caso de los valores mobiliarios existe identidad entre el negocio causal y el contrato de entrega del título pues la emisión y entrega de los valores es una obligación esencial del contrato de inversión. De este modo, no es extraño que la interpretación de los fines de protección de una oferta pública normalmente se confundan con el análisis de la determinación de un valor mobiliario.

La jurisprudencia norteamericana analizada a lo largo del presente trabajo muestra que la verificación de que en una transacción se está negociando un *security* pasar por determinar primero que hay sujetos necesitados de protección. Estos argumentos son más compatibles con la difusión de la oferta pública. Relacionar el concepto de valor mobiliario con la oferta pública podría suponer una aplicación interesante de la doctrina desarrollada en Estados Unidos del *sale-of-business*. Dicha doctrina supone que la compra de la totalidad o de la mayor parte de las acciones de una empresa con la intención de controlar el negocio no se consideraría una mera compra de un valor mobiliario tal como se entiende en la regulación del mercado de valores, sino que el comprador es visto más bien como un emprendedor y la operación como una compra de activos en la cual la compra de acciones es sólo instrumental (Arnold 1985: 250). Si bien dicha doctrina ha sido abandonada por la Corte Suprema en *Landreth Timber Co. v. Landreth* y *Gould v. Rufenacht*, fue desarrollada ampliamente en las cortes estatales desde su exposición detallada en *Frederiksen v. Poloway*.

Utilizaremos las razones dadas por la Corte en ambos casos para explicar los problemas a que da lugar vincular biunívocamente la noción de oferta pública con la de valor mobiliario. La oferta pública, al ser una oferta dispersa, supone proteger a un determinado número de potenciales adquirentes, por lo que no es posible extender la lógica de esa operación a otra en la que el comprador es uno solo que busca control. Postular una vinculación recíproca entre oferta pública y valor mobiliario supone distinguir cuándo un instrumento es valor mobiliario para unas partes y no para otras dependiendo de los destinatarios y no del tipo o características del instrumento negociado (Arnold 1985: 253).

En ese sentido, podría pensarse que hay un problema de predictibilidad en la aplicación de la regulación del mercado de valores dado que las partes nunca podrían saber si se encuentran excluidos de la regulación antes del momento en que dicha cuestión sea discutida en las cortes y sus expectativas respecto a que determinado instrumento es o no un valor mobiliario nunca se verían completamente cubiertas (Arnold 1985: 253). Así, un instrumento sería un valor mobiliario en algunas transacciones y en otras no; por ejemplo, la venta por parte de A de 100 acciones a B supondría que no son valores mobiliarios pues no existe una oferta pública pero cambiarán de condición si B las vende a 100 personas distintas. Sin embargo, dicho problema es aparente pues si se construye un concepto de oferta pública lo suficientemente restrictivo para los instrumentos financieros las partes en una transacción podrían determinar con facilidad si son objeto de regulación. La venta de instrumentos financieros a 100 personas distintas bien puede considerarse como objeto de la regulación del mercado de capitales, mientras el primer caso no.

Por otra parte, respecto a los valores mobiliarios considerados en la LTV, sí es necesario distinguir las razones de política legislativa que determinan la aplicación de la normativa de la SMV a las ofertas públicas del problema de determinar si un instrumento es un valor mobiliario o no. Este último no tendría por qué verse afectado por la discusión acerca del ámbito de protección de la regulación positiva.

Aunque es innegable que el elemento objetivo de la regulación del mercado de valores está basado en la oferta pública que tiene como objeto invitar a participar en una actividad empresarial, no debe confundirse esta relación con pretender justificar que existen instrumentos financieros utilizando cualquier argumento de necesidad de protección por revelación de información. Es necesario descartar todos los argumentos referidos al propósito de protección, los cuales van desde la igualdad de condiciones en la negociación hasta la existencia de otros sistemas de protección.

Desde un punto de vista lógico, la construcción del concepto de valor mobiliario ligado al propósito de protección de la norma no supera un test mínimo de coherencia.<sup>95</sup> Dado que, como hemos resaltado constantemente, determinar la existencia de un valor mobiliario supondrá que la regulación pertinente del Mercado de Valores resultará aplicable, su definición debería incluir algunos medios por los cuales se refiera a elementos extrínsecos a la propia regulación. De lo contrario, sería completamente autorreferencial (Chang 1986: 421). Teniendo en cuenta que la misma naturaleza del concepto de valor mobiliario como

---

<sup>95</sup> Para el presente apartado nos basaremos principalmente en las nociones expuestas por Chang (1986).

instrumento financiero es activar la aplicación de la regulación, no sería posible conocer la regulación si no se conoce qué son los valores mobiliarios. En ese sentido, definir un valor mobiliario apelando al propósito de la regulación supone el problema de haber definido primero la aplicación de dicha regulación con base en un concepto de valor mobiliario que no ha sido dado<sup>96</sup>. Este problema de autorreferencialidad se presenta tanto en la regulación norteamericana como en la peruana. Se debe buscar una definición que sea independiente de los argumentos de política legislativa de las normas que los contienen. En ese sentido, la determinación de la existencia de un valor no puede depender de la discusión acerca de la conveniencia de la aplicación de regulación<sup>97</sup>. Al considerar al elemento objetivo de la regulación del mercado de capitales como una oferta pública de una actividad empresarial, evitamos este problema si es que el concepto de oferta pública está compuesto de un test con elementos objetivos<sup>98</sup>.

La distinción de quién se encuentra protegido por la regulación del mercado de valores y quién no “está basada en factores los cuales bien podrían ser extrínsecos a las características de los intereses transferidos”(Arnold 1985: 264). Asimismo, el argumento de necesidad de protección de un inversionista difuso no debe ser utilizado para determinar la existencia de un valor mobiliario, si tenemos en cuenta que existen distintas provisiones en las normas que demuestran que transferencias de cambio de control también son de interés del regulador, por ejemplo a través de la Oferta Pública de Adquisición. De este modo, lo relevante será siempre la oferta pública en concreto más que otros argumentos de política legislativa.

### **3.8. ¿Es equivalente el concepto de *security* al de valor mobiliario?: una aproximación**

Como se ha apreciado a lo largo de la exposición sobre el desarrollo jurisprudencial del concepto de *security* en Estados Unidos, es unánime el entendimiento acerca de su carácter abierto. Dicho concepto puede abarcar situaciones que, aunque no estaban previstas de manera expresa en la norma, cumplen funciones análogas. Con el propósito de regular un universo tan cambiante como el mercado financiero y prevenir que estructuras nuevas sean desarrolladas sin ningún propósito económico aparente más allá de facilitar la elusión

<sup>96</sup> Sobre este punto, no estamos de acuerdo con la totalidad de las afirmaciones planteadas por Chang (1986) quien entiende que la autorreferencialidad es un problema propio de enunciados puramente atributivos pues siempre es posible hacer afirmaciones sin una referencia concreta y contextualizadas más allá del texto.

<sup>97</sup> De forma contraria, Chiappinelli opina que un nuevo instrumento deberá ser considerado como un valor objeto de regulación del mercado de capitales cuando se obtengan beneficios como la uniformidad, consolidación del mercado, integridad de este o permita la vigilancia sobre los participantes (Chiappinelli 1992: 974).

<sup>98</sup> En el contexto peruano pareciera que este no es el caso pues el concepto de “oferta pública” remite en último caso a la necesidad de tutela y no utiliza un sistema de *safe harbors* como la regulación norteamericana.

normativa, tanto el regulador como los jueces se han inclinado por reconocer la presencia de dichos instrumentos financiero en las más variadas transacciones.

En ese sentido, se evidencia que los *securities* tienen un importante componente contractual en su delimitación. No se debate siquiera, en la doctrina o en la jurisprudencia, la necesidad de materialización o no del instrumento en algún tipo de documento o soporte, a diferencia de la rigidez con la que se entiende al valor mobiliario en el contexto peruano. Conviene recordar que el artículo 255 numeral 3 LTV consigna los dos modos mediante los cuales los valores mobiliarios pueden representarse: títulos o anotaciones en cuenta. De más está mencionar que como títulos requieren estar documentados; mientras que, de acuerdo al artículo 2 LTV, para que los valores desmaterializados tengan los mismos efectos que los títulos valores se exige su registro ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores. De este modo, la construcción de la noción de valor mobiliario siempre está formalizada en algún soporte: ya sea el papel o un registro contable; y uno que no es llevado de cualquier manera, sino por una entidad constituida para tal efecto.

Se muestra de este modo el primer problema de basar el ámbito objetivo de la regulación del mercado de capitales en el valor mobiliario, pues no es completamente compatible con el dinamismo de la industria, al poder diseñarse transacciones que no se encuentren formalizadas en ninguno de los soportes descritos. Por ejemplo, si se ofrecieran al público en general alícuotas en un proyecto de inversión con características idénticas a las de una acción, pero cuyo registro solo se lleve en un programa computarizado de la propia compañía.

De este modo, como se encuentra actualmente desarrollado normativamente el concepto de valor, la principal objeción respecto a la equivalencia entre “*security* norteamericana” y el “valor mobiliario” viene dada por la amplitud del primer concepto, convirtiéndose casi en un nexa contractual más que en un título con características objetivas e identificables. En consecuencia, será más difícil definir sus características naturales procediendo al análisis de cada transacción en particular. Así se entiende que el análisis terminará acercándose al estudio de razones de política legislativa como guías para su determinación (Chang 1986: 428).

La amplitud del concepto de *security* permite que entren dentro de la regulación los supuestos híbridos, confiándose al juicio de los Tribunales las “labores de reintegración del sistema” que lo ha ido acomodando a las exigencias de nuestro tiempo (Sánchez 2008: 676). Esta apelación a razones de interés de protección de la norma es un problema que afecta a

ambos conceptos. Si bien es explícita en el caso del *security*, no es menos relevante para los valores mobiliarios ligados a la oferta pública.

Determinar la existencia de un valor mobiliario de modo independiente a su forma de instrumentación es la solución más adecuada. Las inconsistencias de un sistema basado únicamente en los valores mobiliarios se hacen patentes en las distintas menciones que realizan las normas pertinentes a los instrumentos financieros distintos de los valores mobiliarios. Dando así a entender que no solo las transacciones con estos últimas son objeto de regulación. Así, tenemos los siguientes ejemplos en la LMV:

- 1) El artículo 12 se refiere en varios apartados a transacciones de valores o “instrumentos financieros” dentro de las prácticas prohibidas por atentar contra la transparencia del mercado.
- 2) El artículo 110 otorga la posibilidad de que en los mecanismos centralizados de negociación se negocien “instrumentos que no sean objeto de emisión masiva”.
- 3) El artículo 175 precisa que las órdenes, es decir las instrucciones impartidas a los agentes de intermediación pueden versar sobre “instrumentos financieros”.
- 4) El artículo 249, al listar las inversiones permitidas de un fondo mutuo, incluye en el literal h) aquellos “instrumentos u operaciones financieras que la SMV determine mediante norma de carácter general”.

Como se ha podido apreciar, el concepto de valor mobiliario desarrollado en la normativa, sobrepasa a la categoría tradicional que lo distingue del efecto de comercio. Si bien la negociabilidad es esencial, la problemática de la apertura del concepto no es compatible con la forma de representación en la categoría tradicional de los títulos valores. En cambio, no ocurre lo mismo con los *securities* estadounidenses. La apertura en la definición de la normas del mercado de valores, adecuada a su finalidad tuitiva, no es completamente trasladable a instrumentos que solo puedan estar representados por títulos físicos o mediante anotaciones en cuenta en una ICLV. Aun cuando exista libertad en la forma de su representación, una inversión puede no estar representada mediante un título físico o una anotación en cuenta. Para poder aplicar una noción amplia es necesario que exista una disociación con una particular forma de instrumentación jurídica.

Por otro lado, no sería posible construir una definición del elemento objetivo de la regulación del mercado de capitales tan amplia como la del *security* estadounidense. Este último concepto, al enfocarse en la inversión podría asimilarse a cualquier tipo de oferta por

la cual se otorga al inversionista la calidad de titular de una empresa. Si bien es correcto enfatizar la mercantilidad del valor mobiliario por su conexión con el ejercicio de la empresa, esta conexión no se da de cualquier modo. Tanto un *security* como un valor mobiliario se encontrarían cuando se invita al público en general a participar mediante el aporte de dinero o medios equivalentes en una empresa entendida como “organización estable de los medios materiales y personales para la producción o mediación de bienes y servicios para el mercado” (Zegarra 2011: 60)<sup>99</sup>. El financiamiento de cualquier actividad destinada a participar en el mercado y, por tanto, obtener ganancias, siempre que no se realice a través del sistema bancario sino por captación directa del ahorro público, podría considerarse como parte del mercado de capitales.

En ese sentido, el concepto delimitador del elemento objetivo de la regulación del mercado de capitales se debería construir con base en dos elementos<sup>100</sup>:

- 1) La realización una oferta al público, tal como se encuentra desarrollada en la normativa; y,
- 2) El hecho de que la invitación tenga como objeto participar en una empresa en sentido funcional.

A través de estas características, el elemento objetivo no sería tan amplio como para abarcar cualquier tipo de inversión ni tan restringido como para no cubrir operaciones nuevas. El propósito de la captación de dinero del público es la realización de una actividad empresarial que puede ser de cualquier tipo; sin embargo, el límite se encontraría en que la forma de captación se lleve a cabo a través de una oferta pública.

### **3.9. Problemas con una definición de valor mobiliario**

Desde una perspectiva amplia, el interés tutelado por la categoría jurídica de los títulos valores es la circulación del documento en el comercio sustentándose en la adquisición de un derecho protegido por la regla de inoponibilidad de excepciones asegurando al enajenante la

---

<sup>99</sup> Coffey expresamente señala que un contrato de inversión existiría siempre que se ofrezca un determinado valor por el inversionista que se encuentre sujeto a los riesgos de una empresa (Coffey 1967:377).

<sup>100</sup> Sobre este punto, hay que tener en cuenta que estos elementos servirían para construir el elemento objetivo de la regulación del mercado de valores. De este modo, podría ser que el concepto de valor mobiliario tal como está planteado actualmente sea operativo para algunas áreas del derecho mercantil, pero no funciona como límite para la regulación del mercado de capitales.

maximización del precio obtenido<sup>101</sup>. Asimismo, se logra una reducción de los costos de transacción al librar al adquirente de investigar las relaciones jurídicas ajenas (Paolantonio 2004: 22-23). Sin embargo, tal como señala Recalde, el valor acotado en la normativa reguladora del mercado de valores solo indirectamente se ocupa de este tipo de intereses particulares. Por eso, asimilar a su definición los caracteres propios del régimen jurídico privado que regula los títulos valores constituye un error sistemático (Recalde 2010: 16-17).

En principio, la noción de valor mobiliario estaría ligada a la finalidad de inversión como definitoria de un conjunto de activos distintos a los destinados al puro consumo. Es necesario recordar que el concepto de valor mobiliario tiene primordialmente una finalidad regulatoria. Por lo tanto, al analizar la existencia o no de un valor mobiliario, interesan sus características solo si se circunscriben al proceso de inversión. De este modo, como hemos explicado previamente, existen incoherencias tanto teóricas como prácticas al momento de regular el elemento objetivo de la regulación del mercado de capitales, especialmente cuando se da a entender que ella se limita a elementos pertenecientes a la categoría de los títulos valores.

La indeterminación del concepto de valor mobiliario es un grave problema, tanto para el análisis teórico como para el empírico. Como vemos visto a lo largo del presente trabajo, el concepto es aplicado de manera incoherente, ya sea para referirse a sus características como título valor o como instrumento de inversión. Sobre este punto, la discusión va más allá de la evidente confusión entre valor mobiliario y valor negociable. Esta se trataría de una disputa meramente terminológica en la que la confusión se basa en utilizar de modo indistinto dos clasificaciones de los títulos valores. Como hemos explicado previamente, construir el elemento objetivo de la regulación del mercado de valores con base en los elementos de un título valor no es el camino correcto, sobre todo si tenemos en cuenta la opción legislativa peruana por la tipicidad en este tipo de instrumentos.

Como se ha mostrado a lo largo del presente trabajo, la categoría de valor mobiliario desarrollada en la regulación del mercado de valores no se identifica con la planteada en el derecho de títulos valores. La denominación de valor mobiliario como parte de una de las clasificaciones del derecho de títulos valores cumple con la función específica de identificar la forma de instrumentación de la emisión. Incluso, la categoría de valor negociable no es

---

<sup>101</sup> En sentido contrario, Zegarra considera que la función de los títulos valores es “proteger al cesionario de la eventualidad de que el deudor pague liberatoriamente al acreedor original (e indirectamente, al propio deudor del riesgo de tener que pagar dos veces), y sirve, por lo tanto, como un nivel mínimo básico de protección de la circulación o circulatoriedad del documento para poder reconocerle la condición de verdadero título valor” (Zegarra 2016: 46).

plenamente asimilable a la utilizada por la SMV pues podría haber emisiones para la obtención de capital que no necesariamente supongan levantar capital de manera pública para realizar una empresa en sentido funcional. En ese sentido, la normativa del mercado de valores debería utilizar una denominación más amplia que abarque el fenómeno anteriormente descrito y esta podría ser la de “instrumento financiero”.



## Conclusiones

**Primera.** - El Derecho del mercado de capitales se orienta a la protección del inversionista en la toma de decisiones económicas dentro de este mercado proveyéndolo de la información necesaria. En este contexto, la obligación de revelación de información constituye un aspecto central de la regulación.

**Segunda.**- La información es necesaria para la compra y venta de los instrumentos financieros debido a que (i) la información permite al inversionista calcular el retorno esperado de un instrumento cuyo valor depende de las expectativas que se tenga sobre el desempeño futuro del emisor; (ii) la información es un respaldo de la confianza en los mercados, sobre todo para los accionistas minoritarios quienes podrían ser explotados y decidirían no invertir; (iii) la información ayuda a disminuir los problemas de “agencia” que existen con la administración de la empresa y con los promotores; y (iv) la información sustenta la determinación del precio con base en un esquema de mercados eficientes.

**Tercera.**- El modelo regulatorio de revelación de información de manera obligatoria está sustentado en (i) la falta de incentivos por parte de las empresas para proveer información voluntariamente en base a la asimetría informativa; (ii) los inconvenientes respecto a la producción voluntaria de información en cantidades que sean socialmente óptimas, derivados de la consideración de la información como bien público; y (iii) la imposibilidad de que las empresas puedan beneficiarse totalmente de las externalidades positivas, lo que lleva a que, en ausencia de tal regulación la información sea generada por debajo del nivel óptimo.

**Cuarta.** - La normativa federal norteamericana del mercado de capitales se sustenta en este modelo de revelación de información. Se optó por un concepto abierto de *security* que deja un amplio margen para la interpretación tanto judicial como por parte del regulador. El propósito de esta decisión fue prevenir que estructuras nuevas sean desarrolladas sin ningún propósito económico aparente más allá de facilitar la elusión normativa. Asimismo, los *securities* tienen un importante componente contractual en su delimitación, sin que interesa la necesidad de materialización o no del instrumento en algún tipo de documento o soporte.

**Quinta.** - Parecería que la normativa peruana ha construido el concepto de valor mobiliario, como elemento objetivo de la regulación del mercado de capitales, dentro de la categoría de títulos valores. Sin embargo, aunque las definiciones de valor mobiliario de la LTV y LMV sean casi idénticas, en realidad regulan instrumentos distintos. Aun cuando la LMV utilice la denominación de “valor mobiliario”, el alcance de este concepto en el

contexto del mercado de capitales se aproxima más al de “instrumento de inversión” que al de un título valor.

Los valores mobiliarios de la LMV comprenden: (i) los valores mobiliarios en tanto títulos valores previstos en la LTV; y (ii) otros instrumentos de inversión que no necesariamente serán títulos valores. Solo a los primeros se les aplicará la restricción del artículo 3 LTV referida a la creación de nuevos títulos valores.

**Sexta.** - Dentro de las características de todos los instrumentos financieros previstos en la LMV, la masividad es esencial pero no desde el punto de vista de la emisión sino de la negociación.

Por su parte, si tenemos en cuenta que los instrumentos financieros aptos para el mercado de capitales son posiciones jurídicas con proyección de liquidez, la negociabilidad debe estar presente. La negociabilidad debe ser entendida como potencialidad pues, aunque los valores no sean susceptibles de negociación en un mercado oficial podría existir necesidad de tutela para los destinatarios de una oferta.

**Séptima.** - La oferta pública de valores, al ser una oferta realizada por un empresario, debe ser entendida en sus propios términos, lo que la distingue de la oferta al público civil. De igual modo, la oferta pública de valores no se identifica con la constitución de sociedades por oferta a terceros de acciones.

**Octava.** - El concepto delimitador del elemento objetivo de la regulación del mercado de capitales se debería construir con base en dos elementos (i) la realización una oferta al público, tal como se encuentra desarrollada en la normativa; y, (ii) el hecho de que la invitación tenga como objeto participar en una empresa en sentido funcional. Bajo esos parámetros, por un lado; la apertura del concepto no es compatible con la restricción que el ordenamiento impone a la forma de representar los títulos valores, pero, por otro, resulta lo suficientemente restringido como para no abarcar indiscriminadamente cualquier tipo de inversión.

**Novena.** - Para evitar confusiones, las normas del mercado de capitales deberían abandonar la denominación “valores mobiliarios” propia de una clasificación de los títulos valores y referirse a su elemento objetivo como “instrumentos financieros”. De este modo, se abarcarían sin discordancias contratos que pueden no estar representados en un título, como son los contratos derivados o nuevos instrumentos atípicos.

## Referencias bibliográficas

- ABELLA, Jaime. *La ordenación del mercado de valores: un ordenamiento dinámico*. Madrid: Editorial Tecnos, 1995.
- AUSTIN, Janet. “What Exactly is Market Integrity? An Analysis of One of the Core Objectives of Securities Regulation”. *William & Mary Business Law Review*. Volumen 8, número 2, pp. 215-240, 2017. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2814986](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2814986)
- AKERLOF, George. “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”. *The Quarterly Journal of Economics*. Cambridge, volumen 84, número 3, pp. 488-500, 1970. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/akerlof.pdf>
- ALONSO, Francisco. *Mercado Primario de Valores Negociables. Un estudio en torno al R.D. 291/1992 de 27 de marzo*. España: José María Bosch Editor, 1994.
- ANDERSON, Robert. “Employee Incentives and the Federal Securities Laws”. *University of Miami Law Review*. Miami, volumen 57, número 4, pp. 1295-1273, 2003. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2212298](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2212298)
- ARAYA, Celestino. *Títulos circulatorios*. Buenos Aires: Editorial Astrea, 1989.
- ARNOLD, Thomas. “The Definition of a Security under the Federal Securities Law Revisited”. *Cleveland State Law Review*. Cleveland, volumen 34, pp. 249-266, 1985. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://engagedscholarship.csuohio.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1967&context=clevstlrev>
- BAUTISTA, Fernando. “La Titulización de Activos”. En ZUNZUNEGUI, Fernando (coordinador). *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*. Primera Edición. Madrid: Editorial Colex, pp. 21-43, 2001.
- BEBCHUK, Lucian y Mark ROE. “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”. *Stanford Law Review*. California, volumen 52, pp. 127-170, 1999.

Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/1999.Bebchuk-Roe.Path.Dependence.pdf>

BEN-SHAHAR, Omri y Carl SCHNEIDER. "The Failure of Mandate Disclosure". *University of Pennsylvania Law Review*. Pennsylvania, volumen 159, número, 3, pp. 647-749, 2011. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://ssrn.com/abstract=1567284>

BRADFORD, Steven. "Expanding the Investment Company Act: The SEC's Manipulation of the Definition of Security". *Ohio State Law Journal*. Ohio, volumen 60, número 3, pp. 995-1031, 1999. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://digitalcommons.unl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1091&context=lawfacpub>

BRANSON, Douglas. "The Supreme Court'S Literalism And The Definition Of 'Security' In The State Courts". *Washington & Lee Law Review*. Washington, volumen 50, número 3, pp. 1043-1091, 1993. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1769&context=wlulr>

BARRACHINA, Eduardo. *Derecho Del Mercado de Valores*. Barcelona: Difusión jurídica y temas de actualidad, 2011.

BROSETA, Manuel y Fernando MARTÍNEZ. *Manual de Derecho Mercantil*. Volumen II. Decimoctava Edición. Madrid: Editorial Tecnos, 2011.

BURKE, George. "Limited Liability Companies and the Federal Securities Laws: Congress Should Amend the Securities Laws to Avoid Coverage". *Indiana Law Journal*. Indiana, volumen 76, número 3, pp. 749-768, 2011. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/indana76&div=36&id=&page=>

CACHÓN BLANCO, Jose. *Las ofertas públicas de venta de valores negociables*. Madrid: Dykinson, 1997.

CASTELLANO, Guiliano. "Towards a General Framework for a Common Definition of 'Securities': Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts". *Uniform Law Review - Revue de droit uniforme*. Oxford, volumen 17, número 3, pp. 449-481, 2012. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://doi.org/10.1093/ulr/17.3.449>

- CFA PROGRAM. *Ethical and professional standards and quantitative methods*. Level I, volumen 1, 2018.
- CHANG, Williamson. "Meaning, Reference, and Reification in the Definition of a Security". *University of California Davis Law Review*. California, volumen 19, pp. 403-460, 1986. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://hdl.handle.net/10125/35642>
- CHAFFEE, Eric. "Securities Regulation in Virtual Space". *Washington & Lee Law Review*. Washington, volumen 74, número 3, pp. 1387-1455, 2017. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol74/iss3/4/>
- CHIAPPINELLI, Erik. "Reinventing A Security: Arguments For A Public Interest Definition". *Washington & Lee Law Review*. Washington, volumen 49, número 3, pp. 957-985, 1992. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol49/iss3/5/>
- CHOI, Stephen y A PRITCHARD. *Securities regulation: Cases and materials*. Segunda Edición. New York: Foundation Press, 2008.
- COFFEY, Ronald. "The Economic Realities of a 'Security': Is There a More Meaningful Formula?". *Case Western Reserve Law Review*. Ciudad, Año, volumen 18, número 2, pp. 367-413, 1967. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://scholarlycommons.law.case.edu/caselrev/vol18/iss2/3/>
- COLOMBO, Ronald. "Trust and Financial Regulation". *Hofstra University Legal Studies Research Paper No. 09-22*, pp. 1-76, 2009. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1481327](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1481327)
- COUTURE, Wendy. "A Glass-Half-Empty Approach to Securities Regulation". *Maryland Law Review*. Maryland, volumen 76, número 2, pp. 360-404, 2017. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://digitalcommons.law.umaryland.edu/mlr/vol76/iss2/4/>
- COX, James, Robert HILLMAN y Donald LANGEVOORT. *Securities regulation. Cases and materials*. Sétima Edición. USA: Wolters Kluwer, 2013.
- DE FONTENAY, Elisabeth. "Do the Securities Laws Matter? The Rise of the Leveraged Loan Market". *Journal of Corporation Law*. Iowa, volumen 39, número 4, pp. 725-

- 769, 2014. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://scholarship.law.duke.edu/faculty\\_scholarship/3258/](https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3258/)
- DEMSETZ, Harold. "Toward a Theory of Property Rights". *The American Economic Review*. Pittsburgh, volumen 57, número 2, pp. 347-359, 1967. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://www.jstor.org/stable/1821637?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1821637?seq=1#page_scan_tab_contents)
- DONNELLAN, Keith. "Reference and Denifite Descriptions". *The Philosophical Review*. Carolina del Norte, volumen 75, número 3, pp. 281-304, 1966. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [http://www.uvm.edu/~lidosse/courses/lang/Donnellan\(1966\).pdf](http://www.uvm.edu/~lidosse/courses/lang/Donnellan(1966).pdf)
- ELÍAS, Enrique. *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú. Tomo I*. Segunda Edición. Perú: Gaceta Jurídica, 2015.
- ENRIQUES, Luca y Sergio GILOTTA. "Disclosure and Financial Market Regulation". *Oxford Legal Studies Research Paper N°252/2014*, pp. 1-32, 2014. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://ssrn.com/abstract=2423768>
- EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. "Divulgación obligatoria y la protección a los inversionistas". *Themis*. Lima, volumen 46, pp. 165-193, 2003.
- FAMA, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance*. Volumen 25, número 2, pp. 383-417, 1969. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://www.jstor.org/stable/2325486?origin=JSTOR-pdf>
- FERREL, Allen. "The Case of Mandatory Disclosure in Securities Regulation around the World". *Harvard Law and Economics Discussion Paper*. Número 492, pp. 1-62, 2004. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=631221](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=631221)
- FISCH, Jill y Hillary SALE. "The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts". *Iowa Law Review*. Iowa, volumen 88, pp. 1035-1098, 2003. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2036&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2036&context=faculty_scholarship)
- FLECKNER, Andreas y Klaus HOPT. "Stock Exchange Law: Concept, history, challenges". *Virginia Law & Business Review*. Virginia, volumen 7, número 3, pp. 513-559, 2013.

- Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2068574](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2068574)
- FOHLIN, Caroline. "A Brief History of Investment Banking from Medieval Times to the Present". En CASSIS, Youssef, Catherine SCHENK y Richard GROSSMAN (editores). *A Brief History of Investment Banking from Medieval Times to the Present*, 2014. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://ssrn.com/abstract=2524636>
- FORNO, Hugo. "La oferta al público: razones para una discrepancia". *Derecho PUCP*. Lima, número 45, 1991. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechopucp/article/view/6163/6187>
- FOX, Merrit. "Required Disclosure and Corporate Governance". *Law and Contemporary Problems*. Carolina del Norte, volumen 62, número 3, pp. 113-128, 1999. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://scholarship.law.duke.edu/lcp/vol62/iss3/4/>
- GARCÍA PITA, Jose Luis. "Lecciones de Derecho Bursátil". *Apuntes*. España, s/f.
- GARCIMARTÍN, Francisco. "The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems". *Indret Revista para el análisis del Derecho*. Barcelona, edición 1 del año 2006, 2006. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [http://www.indret.com/pdf/324\\_en.pdf](http://www.indret.com/pdf/324_en.pdf)
- GILBERTO, Carlos. *Títulos Valores y Valores Negociables*. Buenos Aires: La Ley, 2004.
- GOSHEN, Zohar y Gideon PARCHOMOVSKY. "The Essential Role of Securities Regulation". *Duke Law Journal*. Durham, volumen 55, número 4, pp. 711-782, 2006. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol55/iss4/1/>
- GROSSMAN, Sanford y Oliver HART. "Disclosure Laws and Takeover Bids". *The Journal of Finance*. Volumen 35, número 2, pp. 323-334, 1980. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28198005%2935%3A2%3C323%3ADLATB%3E2.0.CO%3B2-O>
- GUARNIZ, Antonio. "La oferta no tan pública". En ESCOBAR, Freddy y Cecilia O'NEIL (editores). *Ensayos de Derecho Contractual Financiero*. Lima: Universidad del Pacífico, 2013

- HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. "The End of History for Corporate Law". *Harvard Law School Discussion Paper*. Número 280, pp. 1-34, 2000. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=204528](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204528)
- HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. "El rol esencial del derecho de las organizaciones". *Themis*. Número 46, pp. 15-45, 2003. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9963>
- HARDIN, Garret. "The Tragedy of Commons". *Science*. volumen 162, pp. 1243-1248, 1968. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://www.jstor.org/stable/1724745>
- HEMINWAY, Joan. "What is a Security in the Crowdfunding Era?". *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*. Ohio, volumen 7, número 2, pp. 957-985, 2012. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2210162](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2210162)
- IBAÑEZ, Javier. *La contratación en el mercado de valores*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, 2001.
- JIMÉNEZ, Guillermo. *Nociones de Derecho Mercantil*. Quinta Edición. Madrid: Marcial Pons, 2010.
- JIMÉNEZ-BLANCO, Antonio. *Derecho Público del Mercado de Valores*. Madrid: Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, 1989.
- LABY, Arthur. "The definition of security under the federal securities laws". En MARKHAM, Jerry y Rigers GJYSHI (editores). *Research Handbook of Securities Regulation in the United States*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, pp. 12-46, 2014.
- LAGUNA, José Carlos. *Derecho administrativo económico*. Primera Edición. Navarra: Editorial Aranzadi, 2016.
- LOPEZ, Nieves. *El contrato bancario de administración de valores*. Sevilla: Universidad de Sevilla Secretariado de Publicaciones, 2002.

- LOPEZ, Adriana. “Introducción a la regulación de valores en los Estados Unidos”. *Revista Mercatoria*. Volumen 7, número 2, 2008. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1493246](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1493246)
- LUNA, Renzo y Ricardo ANAYA. “Financiamiento de proyectos de infraestructura a través de fondos de inversión públicos: ¿una modificación pendiente?”. *Forseti*. Lima, número 7, pp. 1-19, 2017. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [http://forseti.pe/media\\_forseti/revista-articulos/Articulo\\_Renzo\\_Luna.pdf](http://forseti.pe/media_forseti/revista-articulos/Articulo_Renzo_Luna.pdf)
- MACEY, Jonathan y Hideki KANDA. “Stock Exchange as a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges”. *Cornell Law Review*. New York, volumen 75, número 5, pp. 1007-1052, 1990. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3465&context=clr>
- MAHONEY, Paul. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency problems”. *Chicago Law Review*. Chicago, volumen 63, número 3, pp. 1047-1112, 1995. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol62/iss3/2/>
- MENÉNDEZ, Aurelio y Angel ROJO (Directores). *Lecciones de Derecho Mercantil*. 9<sup>o</sup> Edición. Navarra: Editorial Thompson Reuters, 2011.
- MONTOYA, Alfonso. *Tratado de Derecho Mercantil*. Lima: Editorial Gaceta Jurídica, 2004.
- MONTOYA, Ulises. *Comentarios a la Ley de Títulos Valores*. Lima: IDEMSA, 2012.
- MONTOYA, Ulises. *Derecho Comercial. Tomo 2. Contratos, operaciones bursátiles, títulos valores*. Octava Edición. Lima: Cultural Cuzco S.A. Editores, 1988.
- NIMS, Jacque Lynn. “A Criticism of the Sale of Business Doctrine”. *California Law Review*. California, volumen 71, número 3, pp. 974-993, 1986. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://scholarship.law.berkeley.edu/californialawreview/vol71/iss3/5/>
- PAN, Erik. “Understanding Financial Regulation”. *Cardozo Legal Studies Research Paper No. 329*, pp. 1-49, 2011. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://ssrn.com/abstract=1805018>

- PAOLANTONIO, Martín. *Obligaciones Negociables*. Primera Edición. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni Editores, 2004
- PAOLANTONIO, Martín. “El Derecho del Mercado de Capitales”. *Revista del Derecho Comercial del Consumidor y de la Empresa*. Volumen 1, número 1, pp. 261-270, 2010. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [http://works.bepress.com/martin\\_paolantonio/113/](http://works.bepress.com/martin_paolantonio/113/)
- PASCUA, Fabio. *El rapto del Derecho privado. Las relaciones entre el Derecho público y el Derecho privado en el Estado regulador*. Primera Edición. Navarra: Editorial Aranzadi, 2015.
- PÁUCAR, Phol. *Protección al inversionista: ni tan cerca que queme al santo ni tan lejos que no lo alumbre*. Tesis para optar por el grado de Magíster en Derecho de la Empresa. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho, 2014.
- PAYET, José Antonio. “Fusiones, adquisiciones y la información en el mercado de valores”. *Themis*. Número 54, pp. 135-175, 2007. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8877>
- PÉREZ-LLORCA, Pedro. “Las Ofertas Públicas de Suscripción y Venta de Valores”. En ZUNZUNEGUI, Fernando (coordinador). *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*. Primera Edición. Madrid: Editorial Colex, pp. 21-43, 2001.
- PIAGGIO, Ezio. “La Oferta Pública Primaria de Valores”. *Themis. Themis*. Lima, número 40, pp. 71-85, 2000. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/10106>
- RECALDE, Andrés. “Acotación del derecho de los mercados de ‘valores’ e ‘instrumentos financieros’ en tiempos de cambios (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”. *Revista de derecho bancario y bursátil*. Ciudad, año 29, número 118, pp. 9-39, 2010. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/54839/44890.pdf?sequence=1>
- REMOLINA, Nelson y Lisandro PEÑA. *De los Títulos- Valores y de los Valores en el Contexto Digital*. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2011.

- RIBSTEIN, Larry. "Form and Substance in the Definition of a 'Security': The Case of Limited Liability Companies". *Washington & Lee Law Review*. Washington, volumen 51, número 3, pp. 807-841, 1994. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol51/iss3/2/>
- RIBSTEIN, Larry. "Private Ordering and the Securities Laws: The Case of General Partnerships". *Case Western Reserve Law Review*. Cleveland, volumen 42, número 1, pp. 1-64, 1992. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com.pe/&httpsredir=1&article=1926&context=caselrev>
- SÁNCHEZ, Aníbal. *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Primera Edición. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2008.
- SÁNCHEZ, Fernando y Juan SÁNCHEZ-CALERO. *Instituciones de Derecho Mercantil*. Volumen II. 34° Edición. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011.
- SÁNCHEZ, Fernando. *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de valores*. Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas, 1995.
- SARGENT, Mark. "Are Limited Liability Company Interests Securities?". *Pepperdine Law Review*. California, volumen 19, número 3, pp. 1069-1103, 1992. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://digitalcommons.pepperdine.edu/plr/vol19/iss3/7/>
- SEC. *Investor Alert. Ponzi Schemes Using Virtual Currencies*, 2013. Consulta: 07 de noviembre de 2018. Consulta: octubre de 2018. [https://www.sec.gov/investor/alerts/ia\\_virtualcurrencies.pdf](https://www.sec.gov/investor/alerts/ia_virtualcurrencies.pdf)
- SERRA, Gerardo. *El Mercado de Valores en el Perú*. Lima: Cultural Cuzco S.A. Editores, 1999.
- SERRA, Gerardo. "Los valores mobiliarios". *Derecho & Sociedad*. Lima, número 14, pp. 168-177, 2000.
- SEWELL, Martin. "History of the Efficient Market Hypothesis". *Research Note RN/11/04*, University College London. Londres, 2011. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [https://www.gyc.com.sg/files/p\\_sewell-history.pdf](https://www.gyc.com.sg/files/p_sewell-history.pdf)

- SHOOK, Jonathan. "The Common Enterprise Test: Getting Horizontal or Going Vertical in *Wals v. Fox Hills Development Corp.*". *Tulsa Law Journal*. Tulsa, volumen 30, número 4, pp. 727-744, 2013. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://digitalcommons.law.utulsa.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2015&context=tlr>
- SHULTZ, Paul. "The Shifting Foundations of Financial Regulation". *University of St. Thomas Journal of Law and Public Policy*. Minnesota, volumen 10, número 1, pp. 1-16, 2015. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://ir.stthomas.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=ustjlpp>
- SIEMS, Mathias. "The Foundations of Securities Law", 2008. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://ssrn.com/abstract=1089747>
- STEINBERG, Marc. "Ramifications of Recent U.S. Supreme Court Decisions on Federal and State Securities Regulation". *Notre Dame Law Review*. Indiana, volumen 70, número 3, pp. 489-517, 1999. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1938&context=ndlr>
- STRINGHAM, Edward. "The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam". *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Volumen 43, número 2, pp. 321-344, 2003. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062976902001539>
- THEL, Steve y Harvey BINES. "Investment Management Arrangements and the Federal Securities Laws". *Ohio State Law Journal*. Ohio, volumen 58, pp. 459-518, 1997. Consulta: 18 de diciembre de 2017. [http://ir.lawnet.fordham.edu/faculty\\_scholarship/682/](http://ir.lawnet.fordham.edu/faculty_scholarship/682/)
- TOLA, José. *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú. Teoría general, aplicación práctica y aspectos especiales*. Primera Edición. Lima: Editorial Mass Comunicación SRL, 1994.
- TORRES, Narghis. "Contradicciones y Paradigmas: Repensando la Regulación de las Ofertas Públicas y Privadas a partir del Desarrollo del Concepto de Valor Mobiliario en el Mercado de Valores". *Derecho & Sociedad*. Lima, Año XX, número 32, pp. 42-50, 2009.

TORRES MÉNDEZ, Miguel. *La contratación del Mercado de Valores*. Primera Edición. Lima: Grijley, 2012.

VAN ZANDT, David. "The Market as a Property Institution: Rules for the Trading of Financial Assets". *Boston College Law Review*. Boston, volumen 32, número 5, pp. 967-1025, 1991. Consulta: 18 de diciembre de 2017.

<http://lawdigitalcommons.bc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1940&context=bclr>

VIDAL, Fernando. *La Bolsa de Valores. Un Ensayo de Derecho Bursátil*. Lima: Cultural Cuzco S.A. Editores, 1988.

VIDAL, Fernando. "La oferta pública de valores". *Themis*. Lima, número 9, pp. 15-25, 1987. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/10703>

WEI, Yuwa. "The Development of the Securities Market and Regulation in China". *Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review*. Los Angeles, volumen 27, número 3, pp. 479-514, 2005. Consulta: 18 de diciembre de 2017. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1285324>

ZEGARRA, Álvaro. "Notas de Derecho Mercantil". *Apuntes para el Curso de Derecho Mercantil 1*. Piura: Universidad de Piura, 2011.

ZEGARRA, Álvaro. "Notas de Títulos Valores". *Apuntes para el Curso de Derecho Mercantil 3*. Piura: Universidad de Piura, 2016.

ZEGARRA, Álvaro. "Notas de Contratos Mercantiles". *Apuntes para el Curso de Derecho Mercantil 4*. Piura: Universidad de Piura, 2015.

ZUNZUNEGUI, Fernando. *Derecho del mercado financiero*. Segunda Edición. Madrid: Marcial Pons, 2000.

ZUNZUNEGUI, Fernando. "Concepto y Fuentes". En ZUNZUNEGUI, Fernando (coordinador). *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*. Primera Edición. Madrid: Editorial Colex, pp. 21-43, 2001.

ZUNZUNEGUI, Fernando. “La regulación jurídica internacional del mercado financiero”.  
*Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2008. Consulta: 18 de diciembre de  
2017. <http://www.rdmf.es/colaboraciones/working-papers/>

## **Jurisprudencia**

### **Estados Unidos**

- *International Broth. Of Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979)
- *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344 (1943)
- *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975)
- *SEC v. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946)
- *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681 (1985)
- *Frederiksen v. Poloway*, 637 F.2d 1147 (7th Cir. 1981)
- *Hector v. Wiens*, 533 F.2d 429 (9th Cir. 1976)
- *SEC v. SG Ltd.*, 265 F.3d 42 (1st Cir. 2001)
- *SEC v. Continental Commodities Corp.*, 497 F.2d 516 (5th Cir. 1974)
- *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389 (2004)
- *Rivanna Trawlers Unlimited v. Thompson Trawlers, Inc.*, 840 F.2d 236 (4th Cir. 1988)
- *Williamson v. Tucker*, 645 F.2d 404 (5th Cir. 1981)
- *SEC v. Life Partners, Inc.*, 87 F.3d 536 (D.C. Cir. 1996)
- *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990)

### **Perú**

#### **CONASEV**

- 2003 Resolución N° 124-2003-EF/94.12 del Tribunal Administrativo de Conasev, recaída en el Expediente N° 200204797. Fecha: 11 de diciembre de 2003
- 2005 Resolución Conasev N° 010-2005-EF/94.10, recaída en el Expediente N° 200204797. Fecha: 11 de febrero de 2005
- 2008 Informe Interno N° 0410-2008-EF/94.06.3, perteneciente al Expediente N° 2008012072. Fecha: 05 de junio de 2008

#### **SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES**

- 2016 Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 034-2016-SMV/10, recaída en el Expediente N° 2014037396. Fecha: 24 de agosto de 2016