

Mecanismos Societarios de Financiamiento de las Sociedades Anónimas

FERNANDO PICKMANN DIANDERAS
Abogado, Profesor de Derecho Comercial
Universidad de Lima

Las sociedades requieren de recursos frescos para financiar sus operaciones y proyectos. Para obtener ese financiamiento pueden valerse de dos grandes alternativas que a su vez incorporan infinidad de posibilidades: (i) Recurrir a terceros, en cuyo caso generalmente harán uso del sistema financiero; o, (ii) financiamiento directo a través de los recursos sociales.

Lo que normalmente ocurre en la práctica es que las sociedades utilizan una combinación de ambos mecanismos.

Entre los innumerables mecanismos de financiamiento a los que pueden recurrir las sociedades podemos resaltar los siguientes:

1. El Crédito Comercial directo: son las cuentas comerciales por pagar de la empresa. Podemos decir que son obligaciones a plazo determinado que se acuerdan directa y contractualmente entre la empresa y sus proveedores de acuerdo a sus conveniencias.

Este mecanismo depende de varios factores, especialmente de la propia naturaleza del producto y de las condiciones o cualidades crediticias del comprador y del vendedor. Es así que las características del crédito se verán directamente relacionados con la velocidad de rotación del producto y con la calidad financiera del comprador, de tal manera que un comprador con un patrimonio sólido recibirá un financiamiento prolongado y un comprador con un patrimonio inestable, uno más corto.

Otro factor que debe tomarse en cuenta para determinar las características de un crédito es el descuento en efectivo del mismo, dado que éste es el equivalente al costo del dinero. Como podemos ver, las

condiciones crediticias variarán de acuerdo a las condiciones que se presenten en cada caso específico.

2. Financiamiento a través del mercado financiero: en la actualidad este mercado presenta una diversidad de alternativas de financiamiento para las empresas y en particular para las sociedades anónimas, es así que existen entidades financieras que mantienen prácticas conservadoras, mientras que otras fomentan prácticas innovadoras y creativas.

Actualmente se ha puesto de moda la financiación de determinados proyectos, mediante el mecanismo llamado "proyect financing". Éste se basa en un previo análisis sobre la viabilidad técnica y económica de un proyecto, incluida su capacidad de generar rentas suficientes para cumplir las deudas u obligaciones que de él se deriven. En este tipo de financiamiento es usual que quien actúe como prestatario sea una sociedad constituida por una o más entidades financieras patrocinadoras que persiguen como único objeto ser propietaria o ejecutora del proyecto.

El sistema financiero se divide en dos grandes rubros: (i) indirecto, dentro del cual queda catalogado el crédito bancario; y, (ii) el directo, que a su vez comprende al mercado primario, donde se negocia la primera emisión de valores y, el mercado secundario que es el segmento del mercado de valores en el cual se negocian títulos que ya están en circulación.

El mecanismo ordinario o común al que han recurrido usualmente las sociedades anónimas para financiar sus operaciones ha sido el indirecto, especialmente al crédito comercial y bancario, pero en la actualidad existe en las grandes empresas una corriente orientada hacia la utilización del mercado de valores como

principal alternativa de financiamiento. Esta tendencia financiera provocó que el sistema financiero bancario en un primer momento se pudiera ver amenazado por la novedad, pero lo que efectivamente ha sucedido es que se ha evolucionado hacia un financiamiento mixto, utilizando tanto mecanismos directos como indirectos, incluso de forma combinada¹.

Los mecanismos que de especial manera nos importan para el presente, son aquellos que conforman el financiamiento directo. Para empezar podemos señalar que las sociedades anónimas pueden financiarse mediante la emisión de valores^{2,3}, es decir, a través de un aumento de capital y emisión de nuevas acciones, o de una emisión de obligaciones. Esta es en principio la forma general, pero cada uno de estas opciones admite a su vez una serie de alternativas interesantes. En primer lugar podemos considerar que la oferta de valores primaria representativa de acciones u obligaciones puede ser pública o privada. Asimismo, de optarse por una emisión de acciones ésta puede ser de acciones privilegiadas, ordinarias o sin voto. Respecto a las obligaciones, existe también varias modalidades de emisión, como pagaderas a plazo fijo o a plazo variable, las que a su vez pueden ser convertibles en acciones o no, etc. De otro lado, pueden ser "colocadas" en el mercado local o internacional. Adicionalmente, una emisión primaria de títulos puede ser eventualmente prefinanciada por una entidad financiera que actúe en calidad de "underwriter"⁴.

Lo cierto es que el mercado primario de valores⁵ resulta cada vez más atractivo como alternativa de financiamiento para las sociedades. Una oferta primaria de valores permite captar nuevos recursos

a las sociedades mediante la emisión de nuevos títulos representativos de capital u obligaciones, sea mediante el mecanismo de aumento de capital o a través de la emisión de obligaciones, respectivamente. Estos valores se ofrecen por primera vez en el llamado mercado primario de valores a través de los procesos de oferta pública primaria de valores. Este mercado primario recibe también el nombre de mercado de financiamiento.

El tipo de valores por el que se opte emitir y el mecanismo a elegir dependerá del análisis costo-beneficio que realice la administración de la empresa evaluando todos los aspectos relacionados a cada modalidad de financiamiento.

3. Financiamiento vía emisión de nuevas acciones: El concepto de sociedad anónima se encuentra íntimamente vinculado al de la acción. En efecto, todas las sociedades anónimas disponen de un capital social que se origina como consecuencia del aporte del socio a la sociedad. Este capital social es una cuenta del pasivo que representa la obligación que tiene la sociedad frente a sus accionistas por el valor de sus aportes. A su vez, el capital social se encuentra representados por acciones, que son partes alícuotas del capital social representativas de derechos y obligaciones frente a la sociedad y que conceden a su titular la condición de socio.

La naturaleza de la acción es analizada tradicionalmente a través de una triple perspectiva que la define como: (i) parte alícuota del capital social; (ii) conjunto de derechos y obligaciones; y, (iii) título valor. Es interesante resaltar que esta clásica acepción tridimensional de la acción en lo referente al título, ha experi-

¹ El contrato de underwriting es un típico mecanismo de financiamiento mixto.

² De acuerdo a lo dispuesto por el artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a su titular derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.

Para efectos de esta ley, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparán a tales valores. Cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo carece de efectos jurídicos.

³ Respecto a la naturaleza del concepto valor señala Vicente Domingo GONZÁLEZ en su artículo "El Concepto de Valor en la Ley de Reforma del Mercado, Ambito de Aplicación de la Misma", publicado en: *Contratos sobre Acciones*. Editorial Civitas S. A. Madrid, 1994. ... "El concepto de valor a que se refiere la nueva ley, por lo hasta ahora aquí indicado es un concepto más amplio, más comprensivo, que los tradicionales de título valor o de valor mobiliario, pues incluye no sólo los valores incorporados a títulos, sino además, la moderna formulación de los valores representados mediante anotaciones en cuenta y en relación con los valores incorporados en títulos..." (pág. 9)

Dice el mismo autor a continuación precisando sobre la calidad de los valores que se negocian en el mercado que son "valores negociables, dotados de determinadas características que les permite formar parte de un conjunto homogéneo, agrupados en emisiones dirigidas a una pluralidad de inversores, aptos para ser negociados en términos de un mercado, oficial o no, y con una configuración abierta a diversas fórmulas de instrumentación, ya sea como anotaciones en cuenta o incorporados a títulos, incluso de diversa significación jurídica" (pág. 11)

⁴ Suscriptor transitorio de títulos.

⁵ El Decreto Legislativo 852 Ley de Mercado de Valores, en su artículo 53 establece que es oferta pública primaria de valores la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas.

mentado un cambio radical y es que en la actualidad, el soporte de la acción no solamente puede verse expresado en un título valor, o en el Libro de Registro o matrícula sino también en un registro contable mediante el sistema de las anotaciones en cuenta. Cabe esta observación, pues los tradicionales títulos valores han evolucionado a su desmaterialización, convirtiéndose así en "derechos valores".

La gradual sustitución del concepto título valor por el de derecho valor de la acción es una respuesta a la búsqueda de agilizar la negociabilidad de los títulos, evitando el manejo físico de los mismos mediante apuntes contables llevados en soportes informáticos. La anotación en cuenta viene a ser un soporte contable materializado en un sistema informático⁶.

El número de acciones y por consiguiente el capital social variará de acuerdo a las dimensiones de la sociedad y a sus necesidades financieras, es así que una pequeña sociedad anónima familiar, cuyo objeto social consista por ejemplo en la venta de revistas y periódicos, tendrá un pequeño capital social, mientras que una sociedad anónima abierta tendrá un gran capital social generalmente compuesto por la participación de muchos accionistas. Es así que, el capital social

de una sociedad anónima tendrá las dimensiones que determinen sus necesidades operativas, de tal manera que esta cuenta no es inmovible dentro del Balance, sino que puede sujetarse a variaciones en el devenir de la sociedad, pudiendo acordarse tanto disminuciones como aumentos.

El aumento de capital de una sociedad es un mecanismo de financiamiento interesante, que puede implicar tanto la participación de los antiguos accionistas de la sociedad mediante un nuevo aporte, como la participación de nuevos mediante la suscripción de las nuevas acciones que se emitan como consecuencia del aumento de capital.

En una sociedad anónima cerrada⁷ el capital social tendrá justamente naturaleza cerrada y un aumento de capital será en principio suscrito por los mismos accionistas fundadores, en todo caso se podrá ofrecer a la participación de terceros, pero de forma limitada, pues por las propias características de ésta sociedad no se pretende la participación de muchos accionistas. Generalmente las acciones que emite una sociedad anónima cerrada como consecuencia de un aumento de su capital, son ordinarias (en caso no se aumente únicamente el valor nominal de ellas). Conforme a lo

⁶ El artículo 84 en su último párrafo de la Ley 26887, Ley General de Sociedades, establece que: "... los derechos que correspondan a las acciones emitidas son independientes si ellas se encuentran representadas por certificados provisionales o definitivos, anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma permitida por la Ley.

⁷ En la doctrina y la práctica son consideradas sociedades anónimas cerradas aquellas en que sus acciones se encuentran en propiedad de familiares, y/o cuentan con pocos accionistas. En este tipo de sociedades tienen una especial validez las calidades personales de los socios, es decir estos no sólo valen por su aporte al capital social, sino tienen que reunir además ciertas características personales especiales, que en algunos casos son más importantes incluso que el propio aporte (predomina el intuito personae frente al intuito pecuniae).

Es frecuente encontrar en estas sociedades acuerdos estatutarios que limitan la transferencia de las acciones, es decir, se pretende la continuidad de los mismos socios desde la constitución hasta el final de la marcha social, evitándose la incorporación de nuevos accionistas diferentes.

Esta estructura cerrada trae como consecuencia que los accionistas estén todos vinculados a la marcha social, por lo que no es nada extraordinario y por el contrario es común que de alguna forma participen en la creación de la voluntad social. En este tipo de sociedades el accionista pretende de forma activa influir en la constitución de la voluntad social activamente.

De acuerdo a lo dispuesto por la nueva Ley de Sociedades pueden acogerse a este régimen las sociedades anónimas que tengan no más de veinte accionistas y que no tengan acciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores.

La denominación de estas sociedades debe incluir necesariamente la indicación "Sociedad Anónima Cerrada" o las siglas "S.A.C."

Entre las características que la Ley ha concedido a estas sociedades encontramos que:

- Estas Sociedades pueden incorporar en su Estatuto el Derecho de adquisición preferente de los accionistas en caso de transferencia de acciones, es así que el accionista deberá comunicar necesariamente a la sociedad cualquier posible transferencia sobre sus acciones, mediante carta notarial. La sociedad hará esta situación de conocimiento de los socios para que hagan uso de su derecho de adquisición preferente.

- La Junta de accionistas es convocada por el directorio o por el gerente general mediante sequeles, facsímil, correo electrónico, etc. con constancia de recepción.

- Se permite la celebración de juntas generales de accionistas no presenciales, siempre que la voluntad social se pueda establecer por cualquier medio que permita la comunicación y asegure su autenticidad.

- Una particularidad importante de este tipo de sociedad es la posibilidad de que no cuente con directorio. En este supuesto, el gerente general de la sociedad ejercerá las funciones de dicho órgano.

- El pacto social o el estatuto pueden, asimismo, establecer causas de exclusión de accionistas, siendo necesario para ello el acuerdo de la junta general adoptado con el quórum y la mayoría que establezca el estatuto.

- Estas sociedades se rigen supletoriamente por las normas de la sociedad anónima, en cuanto le sean aplicables.

dispuesto por la Ley General de Sociedades las SAC no pueden inscribir sus valores en el Registro Público de Valores, por ello tampoco podrán efectuar ofertas públicas de valores⁶.

La situación es diferente tratándose de sociedades anónimas abiertas - SAA⁷, ya que ellas sí pueden realizar ofertas públicas¹⁰ de acciones u obligaciones como mecanismos de financiamiento, pudiendo jugar con una serie de posibilidades de emisión de títulos accionarios, con diferentes características y derechos.

Una oferta pública de valores mobiliarios es la invitación que se hace al público o a sectores del mismo, mediante órganos de difusión, con el objeto de ofrecer títulos. Mediante una oferta pública una sociedad anónima puede emitir títulos representativos de obligaciones y participativos del capital social. De realizarse una emisión de acciones, ésta podrá efectuarse en el momento constitutivo, o en el transcurso de la marcha social¹¹.

En una emisión de acciones realizada por una Sociedad Anónima, se puede acordar emitir acciones

ordinarias o privilegiadas que puedan contener el derecho preferente de percibir un dividendo especial anterior al que recibirían el resto de las acciones o inclusive, podrán emitirse acciones sin voto¹² con derechos preferenciales en la percepción de un dividendo especial.

Las acciones ordinarias son títulos representativos del capital social que contienen todos los derechos (económicos y políticos) y obligaciones que les concede la ley y el estatuto en su caso. Por otra parte, las acciones sin voto son títulos representativos del capital social de la sociedad, que están privadas de su derecho político de voto, pero que a manera de compensación tienen el derecho económico especial de percibir un dividendo preferente fijado estatutariamente. Estas acciones únicamente encuentran su justificación en el interés especulativo u económico que muestra su titular. Por sus propias características, las acciones sin voto¹³ permiten a las sociedades financiarse sin que los antiguos accionistas gestores pierdan el control social y obtengan un capital que no tendrá que ser pagado a su titular a un

⁶ La Ley General de Sociedades en su artículo 234 establece que la sociedad anónima puede sujetarse al régimen de la sociedad anónima cerrada cuando tiene no más de veinte accionistas y no tiene acciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores. No se puede solicitar la inscripción en dicho registro de las acciones de una sociedad anónima cerrada.

⁷ Podemos definir a la sociedad anónima abierta como aquella en la cual el conjunto de sus acciones o un porcentaje de ellas, está difundido entre un gran número de personas. Un sector de la doctrina hace más precisa esta definición resaltando que una sociedad anónima es abierta cuando recurre al ahorro público para financiarse y que ese financiamiento se integra a su capital social, entregándosele a los inversionistas a cambio de su capital, acciones.

El hecho de recurrir al ahorro público como fuente de financiamiento trae como consecuencia que los accionistas de forma natural se dividan en dos tipos: accionistas gestores y accionistas inversionistas. Esta distinción se genera dada la diferencia en la participación de cada uno dentro del orden social. Mientras que los accionistas gestores tienen una preocupación por la marcha social y generalmente están vinculados a ella, los accionistas inversionistas únicamente tienen interés en los resultados de la empresa y por consiguiente su participación en la sociedad se reduce al cobro de dividendos o a la especulación con el valor el título accionario.

La nueva Ley General de Sociedades define y caracteriza a la sociedad anónima abierta como aquella que cumple con uno o más de los siguientes requisitos:

- a Realizó oferta pública primaria de acciones u obligaciones convertibles.
- b Tiene más de 750 accionistas.
- c Más del 35% del capital es de 175 accionistas o más, sin considerar dentro de este número a los accionistas cuya tenencia accionaria individual no excede el dos por mil o excede del 5% del capital.
- d Se constituya como tal.
- e El 100% de los accionistas con voto aprueban su adaptación.

¹⁰ Art. 4 de la Ley del Mercado de Valores- 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.

¹¹ La Ley General de Sociedades establece en su artículo 56 que 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 de aplicación la legislación especial sobre la materia. Lo que quiere decir que le es de aplicación lo dispuesto por la Ley del Mercado de Valores en sus artículos 53 y siguientes, por ello entre otras obligaciones debe cumplirse con inscribir los valores a emitirse en el Registro del Mercado Público de Valores.

¹² Dice la Ley General de Sociedades en su artículo 94: "Puede crearse una o más clases de acciones sin derecho a voto. Las acciones sin derecho a voto no se computan para determinar el quórum de las juntas generales."

¹³ Aún cuando no comparto la opinión, es conveniente mencionar que algunos autores consideran a las acciones sin voto como un punto medio entre los títulos representativos de obligaciones (bonos) y las acciones, pues de alguna manera consideran que conceden solamente un derecho económico y no uno político esencial a la calidad de accionista como es el voto.

determinado vencimiento, sino que por el contrario, éste se verá vinculado a la sociedad hasta su virtual disolución.¹⁴

La sociedad tiene varias posibilidades de emisión de títulos, así pues podrá emitir acciones ordinarias que contengan todos los derechos inherentes a la acción, tanto políticos como económicos. Esta situación podría llevar a una modificación en la estructura de control y gestión en la sociedad puesto que al emitirse nuevas acciones ordinarias podría modificar los porcentajes de participación de los antiguos accionistas haciéndolos en un caso acrecentar y en otros disminuir su porcentaje de participación en juntas, lo que podría conllevar un fortalecimiento o debilitamiento en la estructura de poder al interior de la sociedad. Esta es una posibilidad que por lo general los accionistas con control o gestión prefieren evitar a fin de mantener el status quo de la sociedad. Ahora bien, no podemos generalizar pues existirán casos en los que se pretende justamente el ingreso de un nuevo socio estratégico con conocimiento técnico de la actividad social, para lo cual se buscará precisamente emitir acciones ordinarias para que éste tercero adquirente gestione la sociedad.¹⁵

Otra de las posibilidades financieras que tiene una sociedad es la de emitir acciones sin voto pero con el derecho de percibir un dividendo preferente, mecanismo que permite a las sociedades levantar capital fresco, sin que los accionistas gestores pierdan el control en la sociedad y sin la obligación de pagar obligaciones al término de un plazo. Estas acciones están orientadas a aquellas personas con un interés únicamente especulativo, es decir, hacia aquellos inversionistas que no tienen interés en participar en la creación de la voluntad social, sino únicamente con intereses lucrativos.¹⁶

Esta distinción entre accionistas con interés en la gestión social y accionistas con interés meramente lucrativo, generó en un primer momento de la evolución de la sociedad anónima el problema del absentismo en juntas, que inclusive en algunos casos pudo causar problemas operativos. Este problema ha sido superado con la posibilidad de emitir acciones sin voto.¹⁷

Como podemos apreciar, las sociedades tienen una amplia gama de posibilidades de emisión de diversas clases de acciones. Dependerá de los intereses de cada sociedad y de las decisiones de las juntas respectivas que opten por la emisión de uno u otro tipo de acción.

¹⁴ El artículo 96 de la Ley de Sociedades establece que la acción sin derecho de voto concede a su titular la calidad de accionista y le concede cuando menos los siguientes derechos:

- Participar en el reparto de utilidades y en el patrimonio resultante de la liquidación de la sociedad.
- Ser informado de la gestión de la sociedad.
- Impugnar aquellos acuerdos sociales que atenten contra sus derechos.
- Separarse de la sociedad.
- A suscribir acciones en caso de aumento de capital, en las condiciones que señala la Ley.

¹⁵ El Artículo 250 de la Nueva Ley General de Sociedades ha incorporado una disposición que permite adoptar acuerdos de aumento de capital sin derecho de preferencia para los accionistas, para suscribir las nuevas acciones. En estos casos lo que se pretende es justamente permitir a la sociedad ofrecer un paquete accionario a un nuevo inversionista ajeno a la sociedad, este mecanismo puede ser solicitado para atraer socios estratégicos o para financiarse a través de un underwriter.

¹⁶ Como bien señala PESO "Las acciones sin voto nacen con la finalidad de permitir a un grupo cualificado de accionistas ostentar el control efectivo de la sociedad, restringiendo al resto de accionistas – meros inversores – su derecho a voto, así se diferencian e identifican aquellos socios que desean ejercer su derecho a conformar la voluntad social y constituyen grupos de control de aquellos otros que únicamente pretenden rentabilidad, cuestión de interés para empresarios de carácter familiar, estatal... hostiles a recurrir a determinada financiación externa por temor a perder el control de la sociedad", "Las Acciones sin Voto" en: *Contratos sobre Acciones*, Editorial Civitas S.A. Madrid, 1994, Página 248.

¹⁷ Aún cuando la Ley General de Sociedades no lo ha previsto, soy de particular opinión que las acciones sin voto únicamente encuentran justificación en las sociedades anónimas abiertas que cotizan sus acciones en bolsa por dos razones; primero, porque en las sociedades anónimas pequeñas familiares o cerradas (haciendo referencia a la definición doctrinal no sólo a la que ha utilizado nuestra ley) por su propia naturaleza, los accionistas muestran y tienen interés de participar en la formación de la voluntad social a través de su participación en junta y esa es una de las características típicas de las sociedades anónimas cerradas en la doctrina, entonces, si es que en principio los accionistas de una sociedad pequeña o familiar generalmente muestran vocación de participar en la creación de la voluntad social, resulta claro que no tendrían interés de adquirir acciones que los limitan en su participación. En segundo lugar, las acciones sin voto se justifican en aquellos inversionistas que sin interés de ejercer derechos políticos, buscan rentabilidad en sus títulos ese mediante una participación en las utilidades o mediante la especulación con el valor, a esta especulación se puede aspirar siempre que los títulos puedan ofrecer velocidad en la negociación y eso solamente lo puede de alguna manera asegurar una colocación en bolsa de valores, aspiración que la ley impide a las sociedades cerradas. Por lo dicho, considero que por la propia naturaleza de las acciones sin voto y de las sociedades abiertas y cerradas únicamente las primeras deberían poder emitir ese tipo de acciones. En todo caso, si es que una sociedad anónima cerrada o que no fuera abierta pretendiera emitir acciones sin voto necesariamente debería inscribir tal emisión en el Registro Público de Valores convirtiéndose inmediatamente en Sociedad Anónima Abierta.

Ahora bien, dentro del marco de posibilidades de financiamiento de las sociedades anónimas¹⁸, además de la emisión de acciones, las empresas pueden optar también por emitir obligaciones o bonos.

4. Financiamiento vía emisión de obligaciones o bonos: Las sociedades anónimas pueden emitir series numeradas de obligaciones que reconozcan o generen obligaciones a favor de sus titulares. Las obligaciones pueden ser emitidas a corto plazo¹⁹ o por un plazo mayor de un año²⁰, en cuyo caso serán denominados bonos, conforme a lo dispuesto por la Legislación sobre Mercados de Valores.

Los Bonos pueden definirse como instrumentos financieros que se pueden encontrar representados en títulos certificados, anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma que permita la Ley. Conjuntamente a la emisión de los bonos se acuerda que la sociedad emisora conforme a un cronograma de pago, adquiere la obligación de pagar a su tenedor una cantidad de dinero prefijada correspondiente al monto de capital más los intereses que se hubieren devengado en una fecha concreta y cuando se hayan cumplido determinados requisitos.

Como bien señala Hundskopf, es conveniente analizar a los bonos desde dos puntos de vista: uno jurídico y otro financiero²¹. Es así que, desde el punto de vista financiero los bonos son considerados valores de renta fija que representan una obligación contratada por una empresa o entidad emisora para ser pagada en un plazo de un año o más, o mejor dicho representan la obligación del prestatario de pagar los intereses y restituir el capital al momento de su vencimiento. Desde el punto de vista jurídico, los bonos son una obligación propia del derecho mercantil incorporados en títulos valores o anotaciones en cuenta u otro mecanismo que permita la Ley que contienen la obligación de la sociedad emisora de pagar a su tenedor

en un determinado plazo el capital más los intereses que genere, según un mecanismo preestablecido.

Es prudente resaltar que a diferencia de las acciones, que necesariamente deben ser emitidas de forma nominativa, los bonos u obligaciones pueden ser emitidos tanto en forma nominativa como al portador.

Así como en las acciones, existen diversas modalidades de emisión de bonos. Entre las más conocidas y utilizadas encontramos a los bonos corporativos, los que a su vez presentan innumerables modalidades, que pueden ser utilizados según la necesidad de cada sociedad. Podemos definir a los bonos corporativos, como aquellas obligaciones emitidas por las sociedades no financieras para captar fondos de inversionistas, con el objeto de financiar proyectos de inversión, capital de trabajo, refinanciación u operaciones, los mismos que serán pagados a su tenedor en una fecha predeterminada llamada rescate y que no podrá ser inferior a un año. El monto entregado a la empresa (capital) genera unos intereses, los mismos que pueden ser pagados de forma fraccionada o cancelados íntegramente en la fecha de vencimiento.

Es pertinente mencionar que los bonos pueden ser colocados a un precio menor (descuento) o mayor (prima) a su valor nominal; en estos casos, el rendimiento efectivo del bono será diferente a la tasa del cupón impreso en el título o acordada en el contrato de emisión tratándose de bonos representados mediante anotaciones en cuenta.

Lo interesante del mecanismo de emisión de bonos para una sociedad radica en el hecho que les permite obtener recursos de mediano y largo plazo a un costo menor al que le significaría recurrir a otros instrumentos del mercado financiero.

En la práctica, los bonos corporativos más conocidos son los convertibles en acciones (que tienen de-

¹⁸ Vale resaltar que no sólo las sociedades anónimas pueden emitir obligaciones. La Ley General de Sociedades no establece limitación alguna, solamente el artículo 315 referido a la emisión de obligaciones convertibles establece que la sociedad anónima y la comandita por acciones pueden emitir obligaciones convertibles en acciones de conformidad con la escritura pública de emisión, la cual debe contemplar los plazos y demás condiciones de la conversión.

¹⁹ El artículo 98 de la Ley del Mercado de Valores establece que los instrumentos de corto plazo son valores representativos de deuda emitidos a plazos no mayores de un año y pueden ser emitidos mediante títulos o anotaciones en cuenta; pueden utilizarse como instrumentos de corto plazo los pagarés libros de cambio u otros valores representativos de deuda que determina CONASEV, la cual asimismo podrá establecer las características de estos últimos, pudiendo exceptuarlos de los requisitos previstos en la Ley de Sociedades u otras normas que resulten aplicables.

²⁰ Artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores.- La oferta pública de valores representativos de deuda a plazo mayor de un año sólo puede efectuarse mediante bonos, sujetándose a lo dispuesto en la presente Ley y a las disposiciones sobre emisión de obligaciones contenidas en la Ley de Sociedades. Pueden emitir bonos de acuerdo a dichas disposiciones incluso las personas jurídicas de derecho privado distintas de las sociedades anónimas.

²¹ HUNDSKOPF E., Oswaldo. Títulos Valores Especiales. En: Derecho Comercial, Nuevas Orientaciones y Temas Modernos. Publicaciones de la Universidad de Lima. Lima, 1989. p.36

terminadas características especiales, reglamentadas en la ley)²², los pagaderos a plazo fijo, los emitidos con posibilidad de rescate o de sorteo, etc.

Ultimamente en el mercado local, grandes sociedades han visto con interés la alternativa de financiamiento a través de la emisión de bonos estructurados. Estos son instrumentos financieros que permiten al emisor manejar una diversidad de posibilidades, pues su monto de retorno hasta antes del vencimiento es indeterminado, en términos reales y nominales, dado que su valor depende de la variación de un activo subyacente sobre el que está creado.

En una emisión de bonos estructurados la rentabilidad no se encuentra garantizada, lo único que realmente tiene garantizado el inversionista es la devolución de su capital invertido, llamado principal. Incluso en el caso que el activo subyacente fuera inferior en el momento del vencimiento al del momento de la emisión, el emisor queda obligado a abonar el principal garantizado.

Otro tipo de bonos que también son muy conocidos son los bonos de arrendamiento financiero, instrumentos que sirven para financiar operaciones de leasing o arrendamiento financiero y que son emitidos por empresas que prestan tales servicios.

Hasta el momento nos hemos referido a mecanismos de financiamiento en el mercado local, pero éstos no son los únicos, y es que gracias a que cada vez es mayor la interconexión e interrelación entre los mercados financieros a nivel mundial, podemos contar con mayores alternativas de financiamiento en mercados extranjeros.

Es así que existen mecanismos mediante los cuales una sociedad puede cotizar sus acciones o bonos en mercados extranjeros privados e incluso públicos como son los llamados ADR's (American Depositary Receipts) y los eurobonos.

5.ADR (American Depositary Receipts): Los ADR's son títulos valores negociables emitidos por un banco depositario norteamericano, representativos de un determinado número de acciones de propiedad de una empresa no estadounidense, que se mantienen en custodia en un banco de la misma localidad de la

sociedad. Los certificados se sujetan a la regulación de valores de los Estados Unidos y se expresan en dólares, de la misma manera los dividendos que generan las acciones que respaldan a los ADR's también son pagaderos en la misma moneda.

Debemos resaltar que el titular de los ADR será igualmente titular de las acciones que se mantienen en custodia y de sus derechos.

Los ADR's no son acciones, sino certificados que representan acciones. Un ADR generalmente no representa una sola acción, sino que suele ser representativo de una cantidad mayor.

Los ADR's pueden ser promovidos o no promovidos de acuerdo a quien es el gestor de la emisión. Son promovidos cuando quien los gestiona es la propia empresa emisora de las acciones; y, no promovidos, cuando los gestores de éstos son un inversionista o un banco de inversión en respuesta a la demanda de esos títulos en el mercado de valores de los Estados Unidos.

En el proceso de emisión de ADR's participan tres partes: (i) una empresa emisora de acciones u obligaciones que decide incursionar en el mercado de valores de los Estados Unidos; (ii) un banco custodio o cualquier entidad de la localidad autorizada para custodiar las acciones que serán objeto de ADR's; y (iii) un banco depositario, que es el emisor de los certificados ADR's.²³

El proceso de emisión puede resumirse de la siguiente manera: una sociedad anónima local realiza una emisión de acciones u obligaciones y las coloca en custodia en una institución financiera nacional. Esta última celebra un contrato con una entidad financiera internacional que opera como depositario en los Estados Unidos y es la que emite los certificados ADR. Estos títulos se negocian en el mercado de los Estados Unidos y son considerados títulos valores americanos representativos de una o varias acciones, que se mantienen siempre bajo custodia en el banco local.

Los ADR's se clasifican en tres niveles, dependiendo si se trata de una colocación de acciones existentes o de nuevas emisiones y de si su cotización se realiza en un mercado público o privado, es así que de

²² La Ley General de Sociedades en sus artículos 315 y siguientes regula de manera especial la emisión de obligaciones convertibles en acciones, entre otros aspectos particulares, la norma establece que los accionistas de la sociedad tienen derecho de preferencia para suscribir las obligaciones convertibles, conforme a las disposiciones aplicables a las acciones, en cuanto resultan pertinentes. Por ello es conveniente que en el caso de una emisión de obligaciones convertibles en acciones, los accionistas en la junta que acuerda la realización de tal emisión acuerden también la renuncia al derecho de suscripción preferente que se ejercería como consecuencia de la conversión.

²³ ADR's: Abriendo el Camino. Inflación y devaluación N° 111. Enero 1994. Lima. Pág. 3

los tres niveles a los que se puede acceder, los dos primeros son para colocar acciones ya existentes en el mercado, y el tercero para la colocación de una emisión de nuevas acciones. Por tanto, debemos resaltar que el hecho de acogerse a un programa de ADR's no siempre implica captar capitales frescos para la sociedad.

Mediante una emisión de ADR's Nivel I la empresa no obtiene capital nuevo ni financiamiento, sino solamente busca colocar los valores de la sociedad en los listados de los Agentes de Bolsa de los Estados Unidos, es así que lo que la empresa emisora puede lograr mediante la utilización de este mecanismo, es crear o aumentar el interés por sus acciones en el mercado secundario de los Estados Unidos mediante la negociación de sus ADR's en el mercado directo de valores.²⁴

Este primer programa de ADR's se realiza únicamente sobre acciones que se encuentran ya en circulación en el mercado local del país de la sociedad emisora propia del mercado secundario, es decir no hay emisión de nuevas acciones.

Asimismo, este nivel de ADR's si bien no permite la emisión primaria de acciones, posibilita que la empresa emisora adquiera presencia en el mercado financiero norteamericano y puede ser considerado como una vía previa a programas más avanzados. Además, los ADR's de Nivel I "brindan al emisor nacional la oportunidad de expandir y diversificar la base accionaria e incrementar el precio de su acción como resultado de una demanda y negociación global".²⁵

Respecto a los ADR's Nivel II, como los del Nivel I, tampoco están destinados a levantar capital y sólo persiguen colocar en el mercado de valores de los Estados Unidos acciones que ya han circulado en el mercado nacional, pero a diferencia del caso anterior, los ADR's Nivel II son una modalidad de registro pleno y "serán objeto de inscripción en alguna bolsa de los Estados Unidos, ya sea la New York Stock Exchange (NYSE), el American Stock Exchange (AMEX), o la NASDAQ".²⁶

Los ADR's Nivel II son empleados por sociedades no domiciliadas en los Estados Unidos, con el objeto de ampliar su base accionaria a través de la participación de inversionistas americanos.

Por el hecho de ser una oferta pública de acciones se ejecuta en una bolsa de los Estados Unidos. Para la implementación de un Programa Nivel II la sociedad emisora deberá cumplir con todos los requisitos de registro y reporte que exige la Comisión de Valores de los Estados Unidos para cualquier corporación domiciliada en los Estados Unidos.

Las dos modalidades anteriormente mencionadas están orientadas a la negociación de títulos propios de negociación en el mercado secundario, pero no están destinadas a captar capital en los Estados Unidos, sino más bien están referidas a títulos que no constituyen una primera colocación.

Ahora bien, existe una tercera modalidad que si busca captar capital del mercado americano, estamos refiriéndonos al caso de los ADR's del Nivel III, mediante los cuales las empresas procuran obtener financiamiento para sus operaciones mediante la oferta pública primaria de sus acciones o bonos.

La emisión de ADR's Nivel III tiene un procedimiento similar al de los ADR's Nivel II, es más, deben cumplir con todos los requisitos del Nivel II, con la diferencia de que mediante éste mecanismo, lo que el emisor desea es una vía para levantar capital. Como dice Duggan "no se trata de una negociación aislada de valores ya existente, sino de una colocación de nuevos valores, es decir una oferta primaria de acciones u obligaciones".²⁷

Bajo el programa de ADR's Nivel III, el emisor busca obtener capital fresco en los Estados Unidos mediante una oferta pública de ADR's normalmente prefinanciada por un underwriter o sindicato de underwriters americanos.

Adicionalmente a los mecanismos mencionados, existe la llamada Regla 144A - Restricted ADR's (RADR's) que es un mecanismo similar a los ADR Nivel III, en el sentido que procura generar un aumento de capital vía emisión de nuevas acciones, pero se diferencia del primero en que en este caso los certificados serán ofrecidos en un mercado privado de valores.

La regla 144A fue establecida por la SEC en Abril de 1990. Este mecanismo de cotización de títulos se

²⁴ ADR: Alternativa de Financiamiento. 1/2 de Cambio N° 275. Enero 1994. Lima. Pág. 20

²⁵ ADR: Alternativa de Financiamiento. 1/2 de Cambio N° 275. Enero 1994. Lima. Pág. 20

²⁶ FREYRE SUAREZ, Luis y BAZAN NUÑEZ, Liliana. Nuevos Instrumentos Financieros en el Perú. Revista Valores. CONASEV 1994. Pág. 33

²⁷ Vid. DUGGAN, Peter. Is the Market Ready for Peruvian ADR's?. En: Latin Finance Country Survey. N° 52. Nov. 1993. Pág. 87

implementa mediante una colocación privada, por la cual el emisor busca obtener capital en los Estados Unidos a través de la oferta de estos títulos. Esta se realiza por medio de una o más instituciones de banca de inversión norteamericana. Sin embargo en el programa ADR's bajo la regla 144A (RADR's), a diferencia del Nivel III, la oferta no es pública, por lo que se realiza sin necesidad de cumplir con los requisitos de registro que manda la Ley de valores.

Si bien es cierto que esta modalidad es parecida a la del Nivel III por lo que se dirige a captar capital, por los requisitos de emisión se asemeja más a la del Nivel I, pues a diferencia del primero no es una oferta registrada.

Asimismo, bajo la modalidad de la regla 144A sólo se pueden vender valores que no se encuentran cotizados en un mercado nacional estadounidense.

El mercado de compradores a quienes va dirigida una oferta bajo esta regla son los QIB's (QUALIFIED INSTITUTIONAL BUYERS). Comúnmente los QIB's son instituciones que invierten o tienen invertido en valores montos aproximados a 100 millones de dólares.

Pero no solamente se pueden emitir acciones u obligaciones mediante el sistema mencionado, también existe otro importante mecanismo de financiamiento de colocación de valores en mercados extranjeros, como es el caso de los eurobonos, que veremos seguidamente.

6. Eurobonos: A manera de antecedente es pertinente mencionar que durante muchos siglos se ha comercializado con certificados de deuda, inclusive a nivel internacional. Incluso antes que se estableciera el primer mercado de acciones, ya existía y operaba la negociación organizada de obligaciones.

Si bien es cierto que han existido financiamientos internacionales mediante títulos representativos de deuda, no podemos decir que hay un mercado internacional unificado de obligaciones. "En lugar de ello el mercado internacional de obligaciones está dividido en tres grupos principales: obligaciones nacionales, obligaciones extranjeras y euroobligaciones".²⁸

Podemos definir, tentativamente, a las obligaciones nacionales como aquellas que una sociedad emite en su propio país y que suelen denominarse en su moneda nacional.

Son obligaciones extranjeras las que un emisor o prestatario (tomadores de fondos) emite en los mercados de capitales de países extranjeros, las que por lo general se denominan en la moneda de ese país. La emisión de obligaciones extranjeras y su negociación quedan supeditadas a la supervisión de las autoridades del mercado local.

Existe una diversidad de posibilidades de obligaciones extranjeras que se emiten en otros mercados, entre los cuales podemos citar a los yankee bonds, samurai bonds, y bulldog bonds, los cuales son negociados en los mercados americanos, japonés y del Reino Unido respectivamente.

Por último, las euroobligaciones o eurobonos son obligaciones que a diferencia de las obligaciones extranjeras son suscritas por un sindicato multinacional de bancos y se denominan en una divisa distinta de la del país en que es emitido. Estas obligaciones no se negocian en un mercado de obligaciones específico.²⁹

De las modalidades expuestas, el mercado de obligaciones más utilizado y que resulta más atractivo para los inversionistas en el mundo es el de las euroobligaciones. Una de las razones de ello es porque está sujeta a menores requisitos y restricciones a su emisión que las obligaciones internacionales simples como por ejemplo los yankee bonds en Estados Unidos, donde por el hecho de ser negociados en el mercado americano existe la obligación de que la emisión sea registrada por lo menos ante la Comisión Nacional de Valores de ese país.

En vista de la importancia que cada vez más adquieren los eurobonos, examinaremos sus mecanismos de emisión y comercialización.

El mercado de las euroobligaciones surgió en la década de 1960, como alternativa al estancamiento y al elevado costo que representaba negociar bonos de empresas extranjeras en los Estados Unidos, donde además había que sujetarse a las disposiciones de la Comisión Nacional de Valores (SEC), lo que representaba una costosa inversión para las empresas.

El mercado europeo de euroobligaciones se encuentra dividido básicamente en: negociación de títulos de deuda de largo plazo es decir con un plazo de un año o más y los europapeles comerciales, con un plazo menor de un año.

²⁸ SOLSNIK, Bruno. *Inversiones Internacionales*. Editorial Addison - Wesley Iberoamericana. Estados Unidos, Wilmington, Delaware, 1993. Pág. 172

²⁹ *Ibid.*, Pág. 172.

Desde el punto de vista jurídico, los bonos que se colocan en el mercado europeo son similares a los bonos que emiten y negocian las sociedades en el mercado nacional.

El proceso de emisión de euroobligaciones tiene varias etapas. Primero, la empresa emisora celebra un contrato con un banco de inversión internacional llamado gestor principal que es quien dirige, organiza y se compromete a colocar los valores en el mercado internacional.

A fin de dar mayor solidez a la colocación de los valores el banco gestor principal invita a participar en la emisión a varios co-gestores. Cuando una emisión es significativamente grande puede ser necesaria la participación de varios bancos gestores principales con los cuales se consorcia el banco gestor que fue convocado por la emisora. Todos los gestores principales conforman el llamado sindicato de gestión.

La función de los gestores principales es la de fijar las condiciones finales de la obligación, seleccionar a los *underwriters* quienes se comprometen a colocar los bonos o a los vendedores, quienes a diferencia de los *underwriters* no se obligan a suscribir los bonos en el caso de que sean colocados.

Como dice Solsnik "de los gestores se elige a uno para que actúe como agente para el pago del principal y otro para actúe como agente fiscal". Debemos resaltar asimismo que el grupo de gestión suscribe directamente gran porcentaje de la emisión.³⁰

Los suscriptores o *underwriters* son invitados para que participen en la emisión de acuerdo a la capacidad de colocación de los bonos que cada uno tenga. El número de suscriptores es variable. Estos suscriptores garantizan al emisor la colocación final de las obligaciones a un precio fijo para el prestatario.

El grupo vendedor compuesto por los gestores, suscriptores y vendedores es responsable de la colocación de las obligaciones al público. Cualquiera de las partes intervinientes en el proceso de colocación puede ser gestor, suscriptor y vendedor.

Las partes intervinientes operan de la siguiente manera:

"Primero, el gestor principal se reúne con el prestatario para discutir los términos de la obligación (im-

porte, vencimiento, tasa fija o flotante y cupón). Por lo general, los términos son provisionales hasta la fecha oficial de la oferta. Durante este período, el gestor principal organiza el sindicato de gestión y prepara diversos documentos, uno de los cuales es un formulario preliminar denominado en esta etapa, *red herring* (llamado de atención). El día del anuncio, los gestores envían mensajes por télex para describir la emisión propuesta de obligaciones y para invitar a los bancos a que se unan a los grupos de suscripción y ventas. Se envía el prospecto preliminar a los suscriptores potenciales. Una o dos semanas después se establecen los términos finales de la obligación y el sindicato se compromete con el prestatario. Se imprime un prospecto final y las obligaciones se ofrecen al público en el día de la oferta. Al final de un período público de colocación, que dura aproximadamente dos semanas, se cierra la suscripción, el día de cierre se entregan las obligaciones al prestatario a cambio de efectivo. Más adelante se publica un formulario en periódicos internacionales para anunciar la emisión exitosa y una lista de los bancos participantes³¹.

Después del cierre, las obligaciones pueden ser negociadas públicamente. No obstante, la negociación de las obligaciones se lleva a cabo antes de la fecha de cierre. Con anterioridad al establecimiento de las condiciones finales el día de la oferta, se inicia un mercado prematuro de obligaciones supeditado al precio final de la emisión, es decir, las obligaciones se negocian en el mercado prematuro con una prima o descuento que es relativo al precio futuro³².

Una emisión de euroobligaciones, sean estos eurobonos o europapel comercial, no difiere mucho de la mecánica de emisión de bonos en el país.

Las partes que intervienen en el proceso de colocación de Eurobonos son:

- **La Sociedad emisora de obligaciones.**- Es la sociedad emisora de los bonos o papeles comerciales, tiene como obligación principal que el memorándum de información (*Information Memorandum*) que va a circular sea veraz y completo, debe así mismo cumplir con los términos y condiciones establecidas en los bonos y en los contratos, que suscriba.

- **Intermediario o *underwriters*.**- son las instituciones financieras que compran los bonos del emisor, para luego ofrecerlos o revenderlos a inversionistas.

³⁰ Vid. SOLSNIK, Pág. 183

³¹ Op. Cit. SOLSNIK, Pág. 194

³² Vid. SOLSNIK, Pág. 184

- **Agente fiscal, de pago o fiduciario.**- Es el encargado de autenticar y coordinar la entrega de los bonos, además es el encargado de administrar los pagos del capital e intereses y supervisa otros asuntos relacionados con el emisor. En caso actúe como fiduciario, éste realiza las mismas funciones pero actuando como representante de los tenedores de los bonos y no del emisor.

- **Audidores externos.**- Se encargan de certificar los estados financieros auditados del emisor, de acuerdo a los principios contables aceptados en su país, revisan la información financiera contenida en el prospecto global sobre la cual proporcionan una carta certificatoria (comfort letter).

- **Los abogados.**- El emisor y el agente o intermediario, normalmente contratan cada uno a sus respectivos abogados, los cuales cumplen la función de asesor legal local y asesor legal internacional, el cual se encargará de preparar y negociar los documentos de la oferta, emitir ciertas opiniones, llevar a cabo la auditoría legal (due diligence) y preparar las solicitudes para cotizar en bolsa de valores.

- **Agente de cotización.**- Este último opera en el caso de que esta oferta de bonos se prevea una cotización de los bonos en una bolsa de valores.

La colocación en el mercado de valores de los Estados Unidos difiere notoriamente del europeo, por eso es conveniente analizar las ventajas y desventajas de la colocación de eurobonos en comparación con una colocación en el mercado de los Estados Unidos

- La colocación en el mercado europeo es con frecuencia el primer paso que sigue el emisor en un mercado emergente para acceder a mercados de capital internacionales. Esta oferta puede estar seguida de un programa de ADR's en los Estados Unidos.

- La emisión de eurobonos resulta muchos menos costosa que las ofertas privadas en los Estados Unidos.

- De la emisión de eurobonos se desprende mucho menores responsabilidades que las que se desprenden de las emisiones hechas en los Estados Unidos y por lo tanto bajo sus disposiciones sobre valores.

- La agenda de emisión es mucho más corta y a diferencia de los mercados nacionales de los países, el mercado de las obligaciones no tiene formalidades para su registro. Se puede colocar una emisión en tres semanas.

- Por lo general en el mercado europeo se pagan mayores tasas y comisiones que en los mercados americanos.

- El perfil de mercado del euromercado es más bajo, asimismo es menor el seguimiento de los bonos emitidos por analistas investigadores que en los mercados estadounidenses.

En el mercado del euromercado también hay un menor seguimiento del emisor por parte del inversionista institucional.

- Los mercados americanos tienen mayor capacidad para recibir ofertas privadas, pero generalmente requieren una mayor información por parte del emisor.

- Pueden ser emitidos al portador, lo que protege el anonimato de los mismos, incluso a efectos fiscales.

El proceso de captación de capitales extranjeros mediante la colocación de valores, sean bonos o acciones en el mercado internacional, se puede dividir en cinco fases o etapas:

(i) La decisión de la Estrategia Corporativa; (ii) la auditoría legal de la empresa emisora por parte de los asesores financieros internacionales, llamada "due diligence"; (iii) la redacción y negociación de documentación (contratos; cartas, etc.); (iv) el listado de los valores en una bolsa internacional, si fuera el caso; y (v) la determinación del precio y colocación internacional de valores.³³

- **Estrategia Corporativa.**- En esta etapa los administradores de la sociedad realizan una evaluación de la estrategia que conviene a la empresa. Asimismo, la sociedad contrata a sus asesores legales como a los intermediarios financieros también llamados agentes o underwriters.

- **Due diligence.**- el segundo paso del proceso es una auditoría legal, que tiene por objeto preparar el llamado Information Memorandum u Offering Circular.

El Due Dilligence es un proceso en el cual los abogados y los intermediarios financieros (agentes) o underwriters recaudan todo tipo de información de la empresa, en especial sobre su estructura societaria, su estado financiero y administrativo, su estrategia corporativa, competencia, estado de los procesos en los que participa, relación de contratos y obligaciones más relevantes.

Esta etapa se inicia con un pliego de preguntas y solicitud de información que le envían los abogados

³³ BOZA, Beatriz, Accediendo al mercado de capital internacional. En: *Invirtiendo en Perú - Guía Legal de Negocios*. Editorial Apoyo, Lima. Enero 1994. Pág. 238

del underwriter a la empresa. Luego, los abogados del underwriter visitan las instalaciones de la empresa para revisar toda su documentación legal y entrevistar a sus ejecutivos. Entre los documentos materia de revisión tenemos las actas de Juntas Generales y de Directorio, permisos y autorizaciones gubernamentales, contratos, poderes y mandatos, juicios, titulación de inmuebles, procedimientos administrativos, estados financieros y proyecciones, planes de desarrollo y otros documentos pertinentes.³⁴

-Preparación de documentos.- En principio hay cinco documentos básicos en caso de colocación de valores en los mercados internacionales, dependiendo de la estrategia corporativa por la que se opte, sea una emisión de bonos o de acciones.

Estos documentos son:

i) **El documento constitutivo.-** es un instrumento en el cual se señala cuáles serán los valores objeto de la emisión, sus términos y condiciones.

ii) **El Information Memorandum.-** La información que se incluye en este documento se desprende de los datos de la sociedad obtenidos en el due diligence (Auditoría Legal). En el Information Memorandum se describe a la empresa emisora de valores, sus accionistas principales, su giro o negocio, los resultados de sus operaciones, la estructura y las condiciones de la oferta, el destino de los fondos a ser recaudados, los factores de riesgo relacionados con el propio emisor o su país de origen, información sobre las leyes locales y los estados financieros del emisor debidamente auditados más recientes.

iii) **El Fiscal Agency Agreement o Trust Indenture.-** mediante este documento se designa al agente fiscal y al banco agente o mandatario de pago.

iv) **Las opinión es legales y carta del auditor.-** Para estos efectos, se solicita (i) opinión del asesor local del emisor, el cual entre otros asuntos opina sobre la constitución, si la emisión de acciones o bonos es legalmente válida, ausencia de procedimientos legales, autorizaciones, cumplimiento con las leyes locales, veracidad de la información contenida en el Information Memorandum; (ii) Asesor Internacional del emisor el cual también opina sobre la validez y eficacia de los bonos u acciones; (iii) Asesor Internacional del agente, opinión que usualmente se limita al nivel de cumplimiento de la Regulation S dependiendo de que sea o no una oferta en los Estados Unidos; (iv) Asesor

Local del agente, opina sobre varias de las mismas materias que el asesor local del emisor; y (v) la carta del auditor mediante la cual certifica su independencia del emisor y confirma los estados financieros conforme a los procedimientos de auditoría del país de origen, afirmando vía declaración jurada que a la fecha del cierre no ha habido cambios en el capital, deuda a largo plazo, o los activos corrientes desde la fecha del último balance.

v) **Contrato de compra-venta de títulos, sean acciones o bonos.-** Este documento es celebrado entre la empresa emisora y los underwriters y mediante éste se pacta una serie de obligaciones entre las partes, en especial la obligación del underwriter de suscribir los valores y pagar el precio establecido en el propio contrato. Asimismo, a manera de anexos que constituyen parte integral del contrato, se establecen garantías y declaraciones que hace el emisor, como también se fijan las posibles restricciones de venta que se le impone a los underwriters.

- **Cotización en una bolsa extranjera.-** En caso las empresas emisoras opten por una oferta pública de bonos o acciones para listar en una bolsa tendrán que cumplir con las disposiciones sobre colocación de valores del país de origen de la bolsa donde se pretende cotizar (por ejemplo, si se pretende cotizar en la bolsa de los Estados Unidos se deberá cumplir con las disposiciones de la SEC).

- **La colocación.-** cuando las partes ya han acordado los detalles de la operación, se procede a firmar la documentación que debe ser suscrita, entre ellos el contrato de compra-venta y el de suscripción.

- **Cierre.-** Es el último paso en el cual se entregan y ejecutan todos los documentos originales, y los agentes o underwriters transfieren al emisor el precio de compra de los títulos, descontando las comisiones y cuotas.

7. Titulización de activos: En los últimos años un nuevo mecanismo de financiamiento para las sociedades ha venido interesando en el Perú. Si bien es cierto que la titulización de activos o securitización ha sido practicada en otros países desde los años ochenta y regulada por otras legislaciones, en el Perú recién se está implementando su utilización. La Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861) ha sido el marco normativo en esta evolución, posteriormente se ha publicado el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos.

³⁴ Ibid. Pág. 239

Pero, ¿qué es una titulación de activos y para que sirve?

Como una primera aproximación a una definición, podemos decir que la titulación de activos es un método de financiación consistente en la agrupación de ciertos activos financieros de la entidad necesitada de financiación y la subsiguiente venta de valores (acciones, bonos, pagarés, etc.) para financiar dichos activos³⁵.

Precisando sobre el tema, podemos decir que la Titulación de activos es un instrumento financiero mediante el cual se transforma un conjunto de activos, a través de su transferencia en propiedad a un patrimonio autónomo, en títulos de naturaleza negociable, los mismos que tienen por objeto ser colocados en el mercado de valores mediante oferta privada o pública³⁶.

Los programas de securitización o titulación, como los llama la legislación nacional, son muy complejos y varían su estructura según la legislación mercantil, fiscal y contable de cada país aplicable en cada caso específico.

Resumiendo lo expuesto, se puede decir que en un programa básico de titulación de activos una sociedad con necesidades de financiamiento (a la que nuestra legislación denomina originador), transmite o transfiere (puede ser instrumentalizada a través de un contrato de compraventa) un conjunto de activos³⁷ a una entidad constituida por terceros (la normativa nacional los llama emisores) con el objeto de administrar el patrimonio constituido por los activos y emitir valores para su venta a terceros inversionistas.

El precio que pague el emisor por la compra de los activos permitirá al originador financiarse. El efectivo resultante de dichos activos permitirá al emisor cumplir sus obligaciones derivadas de la emisión de valores frente a los inversores.

Este mecanismo permite a las sociedades mejorar sus indicadores financieros a través de una alternativa de financiamiento con costos bajos.

Por último, debemos resaltar que de acuerdo a la legislación, la única forma de implementar un proceso de titulación de activos en el país es a partir de la constitución de patrimonios de propósito exclusivo, ya sea mediante la constitución de Fideicomisos de Titulación o de Sociedades de Propósito Especial.

Las sociedades tituladoras son sociedades anónimas de duración indefinida cuyo objeto exclusivo es desempeñar la función de fiduciario en los procesos de titulación, pudiendo dedicarse además a la adquisición de activos con la finalidad de constituir fideicomisos que respalden la emisión en valores mobiliarios. De otro lado, las sociedades de propósito especial son las sociedades anónimas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios, cuyo objeto social limita su actividad a tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio.

8. Underwriting: A lo largo del presente artículo hemos visto que existe un mecanismo muy usado por las sociedades como prefinanciamiento, inclusive antes de colocar sus títulos en el mercado de valores: el Underwriting. Por esta razón consideramos necesario referirnos a este nuevo mecanismo de financiamiento de manera más detallada.

Como es evidente, las empresas se enfrentan a una disyuntiva al tener que decidir cuál será la alternativa de financiamiento que elegirán; en busca de la solución más acertada analizan todas sus posibles opciones, partiendo del aporte de capital efectuado por los propios socios, pasando por el crédito bancario financiero, llegando a ofrecer sus títulos en el mercado de valores. Debido a las altas sumas de dinero requeridas para efectuar operaciones de gran envergadura, es usual recurrir a terceros mediante el mercado de valores para obtener financiamiento.

³⁵ ADELL, Jorge "Técnicas Financieras Utilizadas en el Mercado de Capitales Internacional" en Revista de Derecho Bancario y Bursátil Octubre - Diciembre de 1994 Madrid España, página 1907.

³⁶ La Ley del Mercado de Valores en su artículo 291 establece que titulación es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende asimismo la transferencia de los activos al referido patrimonio y a la emisión de los respectivos valores.

³⁷ La Ley del Mercado de Valores establece en el artículo 295 que con el objeto de integrar un patrimonio exclusivo pueden ser transferidos todos aquellos activos y la esperanza incierta a que hace referencia el artículo 1409 del Código Civil, sobre los que su titular puede disponer libremente.

CONASEV se encuentra facultada para establecer, mediante disposiciones de carácter general, limitaciones a la utilización de determinadas categorías de activos.

El desarrollo de los mercados de valores a nivel mundial, como hemos podido ver a lo largo del presente artículo, ha determinado que haya un cambio en la orientación del financiamiento empresarial bancario hacia el financiamiento a través del mercado de valores. En ese cambio aparece el *underwriting*, como mecanismo de prefinanciamiento empresarial.

El contrato de *underwriting* opera en el mercado de valores como un mecanismo a través del cual las sociedades pueden conseguir un financiamiento previo a la colocación de los valores que ellas emitan en el mercado primario.

El proceso se inicia con la adopción de un acuerdo de aumento de capital y emisión de acciones, o una emisión de obligaciones, para posteriormente colocarla en el mercado de valores público o privado a fin de conseguir financiamiento para las operaciones sociales.

En los casos de aumento de capital es común que los accionistas no tengan interés en suscribir las nuevas acciones emitidas como consecuencia del aumento de capital o prefieran que lo haga un tercero, es así, que previa la renuncia del derecho de suscripción preferente de las acciones, la sociedad podrá colocarlas en el mercado de valores para su negociación.

La emisión primaria de bonos se dirige a captar recursos de prestamistas, vía endeudamiento de la sociedad. Estos bonos al igual que las acciones se negocian en el mercado de valores.

Generalmente, la colocación de los títulos emitidos por las empresas, implica una demora que puede significar serios perjuicios a la empresa emisora que tiene urgencia de financiamiento. Para evitar esto, se busca que un tercero pague y suscriba, transitoriamente, la emisión de los títulos y posteriormente los coloque en el mercado de valores.

El contrato de *underwriting* es una operación que pretende acelerar la captación de capital. En ella intervienen: (i) una sociedad emisora de valores; y, (ii) un *underwriter* o intermediario financiero que suscribe la primera emisión de valores sin intención de conservarlos, sino para luego desprenderse de ellos colocándolos en el mercado de valores obteniendo su uti-

lidad del diferencial que se produzca entre el valor de adquisición y el valor que se obtenga de la posterior colocación en el mercado. En la mayoría de casos la utilidad de *underwriter* se determina en base a una comisión pactada.

El contrato reporta beneficios económicos para ambas partes: a la empresa le permite financiarse en un tiempo más corto y al *underwriter* le representa una rentabilidad generada de la diferencia del valor al que adquirió los títulos del precio con el de su colocación en el mercado.

Sobre el particular, Boneo y Barreira señalan que el contrato de *underwriting* tiene tres caracteres funcionales resaltantes: (i) Financiamiento; (ii) Canalizador de recursos; y, (iii) De servicios.³⁸

El carácter financiero del contrato consiste "en una nueva técnica bancaria cuyo vínculo unificante consiste en la financiación que obtiene una de las partes, de la otra que se le brinda".³⁹

En cuanto a la función de canalizador de recursos del *underwriter* podemos decir que "consiste en canalizar recursos desde los oferentes hacia los demandantes de fondos, con el objetivo de capitalizar, desarrollar y expandir las empresas".⁴⁰

Finalmente el *underwriter* mientras dure el contrato, se obliga a prestar asesoría a la empresa emisora que comprende desde aspectos relacionados con la emisión de los títulos hasta sobre la factibilidad de la colocación.

Existen en principio dos grandes modalidades de *underwriting*: (i) *Underwriting* en firme; y, (ii) El *underwriting stand by*.

En el *underwriting* en firme, con garantía de suscripción total, el *underwriter* adquiere los títulos objeto del contrato suscribiéndolos por un plazo determinado. Se convierte así durante ese periodo en el titular de los valores adquiridos pero para luego colocarlos en el mercado lo más rápido posible, obligándose a pagar a la sociedad un determinado precio por ello y por consiguiente prefinanciándola ya sea parcial o totalmente. En esta modalidad, el *underwriter* asume el llamado riesgo de la colocación de los valores, pues aún cuando no

³⁸ BONEO VILLEGAS, Eduardo, y BARREIRA DELFINO, Eduardo. *Contratos Bancarios Modernos*. Ed. Abelardo Perrot, Buenos Aires 1984. Pág. 236

³⁹ LINARES BRETÓN, Samuel F. *La Operación del Underwriting*. *Revista Jurídica La Ley*, Tomo 140, oct./dic. 1970. La Ley S. A. Buenos Aires. Pág. 1113

⁴⁰ VIDAL CASTELLANOS, Liliana María. *El contrato de Underwriting en la Legislación Peruana*. Propuesta de Regulación. En: *Derecho Comercial...* Op. Cit.

lograra colocar los valores en el mercado a un valor superior o igual al de la suscripción, deberá hacerlo aunque ello le represente una pérdida.

Un sector de la doctrina asemeja esta modalidad de *underwriting* al contrato de suscripción de acciones, pero a nuestro modo de ver nos encontramos ante un contrato de características especiales y diferentes, resaltando entre éstas como elemento diferenciador, la voluntad del *underwriter* de desprenderse de las acciones y lucrar con su colocación, éste es pues su objetivo, más no el de permanecer como socio vinculado a la sociedad.

El *underwriting stand by* es aquella operación en la cual el *underwriter* se obliga a prefinanciar parcial o totalmente a un emisor de valores, suscribiendo los títulos por ella emitidos y obligándose a colocarlos en el mercado en un plazo establecido en el propio contrato. Cumplido el plazo, el *underwriter* queda obligado a suscribir el saldo de valores que no hayan llegado a ser colocados dentro del mismo, convirtiéndose en titular de ellos.

Existe una tercera modalidad llamada *underwriting no en firme*, en el cual el *underwriter* no se obliga a suscribir los títulos que no hayan llegado a ser colocados en el mercado de valores en el plazo de tiempo

establecido en el contrato. En este caso, el *underwriter*, no asume riesgo alguno y devolverá a la emisora los títulos no colocados. Esta modalidad no representa propiamente un *underwriting* sino como bien dice Hundskopf, se convierte "en un contrato híbrido o combinado en el sentido que es a la vez mutuo por la parte pre financiada y comisión mercantil o corretaje por la gestión de colocación".⁴¹

"El *underwriting* es un contrato propio del mercado de valores y su utilización tiene por objeto prefinanciar títulos colocados en ese mercado"⁴².

Si una empresa opta por alguna de las modalidades de *underwriting* obtendrá la financiación que requiere para sus necesidades más urgentes en un tiempo menor y tendrá garantizada la colocación de sus títulos sin tener que esperar el lapso de tiempo que implica la siempre incierta negociación y colocación de los títulos en el mercado de valores.

A través del presente artículo se ha pretendido de alguna manera, mostrar parte de la pluralidad de alternativas de financiamiento que tienen actualmente las sociedades, partiendo del financiamiento mediante el simple crédito llegando inclusive a operaciones en las que se conjugan elementos del mercado financiero directo e indirecto, local e internacional.

⁴¹ HUNDSKOPF E. Oswaldo. Contratos Mercantiles Modernos: El *Underwriting* y el *Factoring*. En: Op. Cit. Pág. 64.

⁴² *Ibid.*, p. 64.