

---

## *LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES EN EL MERCADO DE VALORES Y SU RESCATE ANTICIPADO*

---

**Oswaldo Hundskopf Exebio**

*Profesor de la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas y de la Maestría de Derecho Empresarial de la Universidad de Lima.*

Cuando una empresa se encuentra en una difícil situación financiera, la emisión de obligaciones se presenta como una alternativa de financiamiento de sus necesidades o proyectos, teniendo la posibilidad de realizarla mediante oferta privada o pública, así como también podría emitir esos valores mobiliarios como títulos de reconocimiento de deudas preexistentes, con el fin de proporcionar a los acreedores, valores mobiliarios con mérito ejecutivo. De esta forma, las obligaciones, tal y como las define implícitamente la Ley General de Sociedades (en adelante LGS), son títulos que reconocen o crean una deuda a favor de sus titulares. En efecto, el artículo 304 preceptúa: "La sociedad puede emitir series numeradas de obligaciones que reconozcan o creen una deuda a favor de sus titulares".

Si bien es cierto que las obligaciones se suelen equiparar con las acciones, ya que ambas son valores mobiliarios que incorporan derechos frente a la sociedad, se diferencian entre otras razones en el hecho de que las obligaciones no representan partes alícuotas del capital social y, por lo tanto, no incorporan los derechos inherentes a la calidad de socio; generan un interés fijo, no importando el devenir económico y financiero de la empresa emisora, y nacen con vocación de amortización.

Ahora bien, en nuestro mercado de valores se usa indistintamente el término obligaciones con el de bonos, para identificar a los valores mobiliarios que representan un crédito contra la sociedad emisora.

En este orden de ideas, un bono viene a ser un valor mobiliario de renta fija que representa una acreencia contra la empresa emisora. Es así como la persona que adquiere el bono debe percibir pagos periódicos de intereses y cobrar el valor nominal de éste dentro de las condiciones pactadas en el contrato de emisión, en principio, en la fecha de su vencimiento, a diferencia de la empresa emisora del bono, la cual adquiere liquidez inmediata al momento de la colocación<sup>1</sup>.

La nueva Ley de Títulos Valores, ley 27287, publicada con fecha 19 de junio del 2000, dedica el título tercero de la sección novena del libro segundo a los valores representativos de deuda. Allí se estipula que los bonos tienen vencimiento mayor a un año<sup>2</sup>, que pueden ser emitidos en nuevos soles o dólares, sujetos o no a reajustes o a índices de actualización constante u otros índices o reajustes permitidos por la ley<sup>3</sup> y que las obligaciones que se emiten a perpetuidad tienen la naturaleza de bonos<sup>4</sup>.

Asimismo, dicha ley establece que la sociedad emisora deberá llevar una matrícula de obligaciones<sup>5</sup> por cada emisión y serie, en la que se anotará la emisión y serie a la que corresponden, la clase de la obligación, las transferencias, los canjes y desdoblamientos de títulos representativos de las obligaciones y, en general, la constitución de derechos y gravámenes sobre éstos. Facultativamente, se estipula que el representante de los obligacionistas puede

llevar copia de dicha matrícula. Constituyen una excepción a la regla las sociedades emisoras que representan los bonos mediante anotaciones en cuenta, las cuales no se encontrarán obligadas a llevar esta matrícula, debiendo anotarse las informaciones pertinentes en el registro de la respectiva institución de compensación y liquidación de valores, primando lo inscrito en este registro sobre cualquier otro.

En el caso de bonos que se negocien en la Bolsa de Valores de Lima y hayan sido colocados por oferta pública, los intereses, la ganancia de capital y la ganancia por diferencia de cambio generados por estos bonos, se encuentran exonerados del pago del impuesto a la renta, de conformidad con lo preceptuado en el inciso i) del artículo 19 de la Ley del Impuesto a la Renta, decreto legislativo 774 y el inciso d) del artículo 9 del reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta, decreto supremo 122-94-EF.

Las ventajas obtenidas por las sociedades emisoras de bonos son:

- Facilidad en la obtención de fondos líquidos que les permite ejecutar sus proyectos de inversión.
- Bajo costo de financiamiento, que está en función de los intereses que paga el emisor y las comisiones que cobra el agente colocador. Las obligaciones incluso pueden ser colocadas a un costo atractivo para el comprador.
- Si el monto de la emisión excede el patrimonio de la empresa, no se requiere garantías específicas para la emisión.
- Existe una demanda no satisfecha por parte de los inversionistas institucionales tales como las AFP, fondos mutuos, fondos de inversión y otros.
- Luego de la primera emisión, la sociedad emisora se hace conocida en el mercado, facilitándole la colocación de nuevas emisiones.

1 SASOT BETES, Miguel A. *Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables*. Buenos Aires: Abaco, 1985.

2 Véase artículo 264.1.

3 Véase artículo 263.3.

4 Véase artículo 264.5.

5 Véase artículo 266.1.

- Fomenta el desarrollo del mercado primario y secundario de capitales y, por ende, el incremento de la inversión.
- La emisión no afecta la estructura accionaria de la sociedad emisora.

Las ventajas obtenidas por el inversionista son:

- La tasa de interés a pagar por los bonos suele ser menor que la tasa activa promedio y mayor que la tasa pasiva promedio del sistema financiero, lo que conviene tanto al emisor como al adquirente de los bonos.
- Pueden ser negociados en un mecanismo centralizado, lo que aumenta su liquidez.
- Obligan a una mayor información financiera por parte de las sociedades emisoras, así como a la comunicación de cualquier hecho de importancia que pudiera afectar el precio del bono en el mercado.

Las desventajas que se podrían identificar en la emisión de bonos son:

- Los costos de la emisión pueden ser elevados en las primeras emisiones al contratar a terceras personas (empresas clasificadoras, representante de los obligacionistas, agente colocador, agente estructurador, gastos legales y otros). Asimismo, la colocación de los bonos puede tornarse dificultosa, debido a que la sociedad puede no ser conocida en el mercado.
- La clasificación de riesgo del valor a veces no puede ser la deseada, siendo necesaria la constitución de garantías complementarias.
- Las variaciones en la tasa de interés (nacional e internacional) afectan el precio del bono de manera inversa. Es decir, si la tasa de interés sube, el precio del bono baja y viceversa.
- Podría ocasionar una falta de transparencia en la presentación de los esta-

dos financieros de las sociedades emisoras si éstos no son reales.

- Que la sociedad emisora incumpla con las obligaciones asumidas.

---

## 1. NATURALEZA JURÍDICA DE UNA EMISIÓN DE OBLIGACIONES O BONOS

---

Esta institución societaria implica una operación compleja que comprende varios momentos, así como niveles de contratación. Es así como tenemos un primer momento en el cual la sociedad emisora elabora el acuerdo social de emisión, un segundo momento en el cual se lleva a cabo la celebración del contrato de emisión, con la participación del representante de los bonistas, y un tercer momento en el cual se realiza la suscripción de los bonos por los inversionistas<sup>6</sup>.

Si bien es cierto que el acuerdo social de emisión de obligaciones o bonos es considerado por la mayoría de autores como un negocio jurídico o contrato, es nuestra opinión que se trata más bien de un negocio colectivo, un acuerdo mediante el cual la sociedad emisora conviene en efectuar una oferta de bonos bajo determinadas condiciones y cumpliendo con los requisitos de ley.

Por otro lado, el contrato de emisión es un negocio jurídico mediante el cual se crean y transmiten títulos de reconocimiento de deudas preexistentes o de nuevas deudas, títulos que están destinados a su circulación y negociación. Es celebrado entre la sociedad emisora y el representante de los obligacionistas, quien estaría ac-

---

6 GUTIÉRREZ, P. y J. GUTIÉRREZ. *Los bonos en la nueva Ley de Sociedades*, J.A., 1973, doctrina.

tuando en nombre del futuro sindicato de obligacionistas, ya que la función principal del representante de los obligacionistas es la defensa de los intereses de los futuros bonistas.

Sucede sin embargo, a veces, que el representante de los obligacionistas asume además la figura de un agente colocador o subsidiario de éste, facultado para suscribir total o parcialmente los bonos materia de la emisión, en cuyo caso su función principal será velar por sus propios intereses; por otro lado, si concurriera a la celebración del contrato de emisión como simple observador, de ningún modo estaría representando los intereses de los futuros bonistas, puesto que quien lo ha contratado es la sociedad emisora<sup>7</sup>.

Tendríamos entonces que considerar que el representante de los obligacionistas, mas que salvaguardar los intereses particulares de alguna de las partes, cumple el papel de velar por la legalidad del contrato de emisión, asumiendo los deberes que éste le asigna.

## 2. TIPOS DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES (BONOS)<sup>8</sup>

En la actualidad, las clases de bonos que existen dentro de nuestro mercado de valores son los siguientes:

- *Bonos corporativos*. Son obligaciones emitidas por una sociedad de derecho privado con sujeción a lo estipulado en la LGS (artículos 304 y siguientes) y en su caso la Ley de Mercado de Valores

(en adelante LMV). Tienen por objeto captar fondos de terceros con el fin de que la sociedad pueda reestructurar sus pasivos, adquirir activos fijos y/o financiar sus operaciones o sus proyectos, teniendo las siguientes características:

- Son emitidos a un valor nominal, que en la mayoría de los casos es pagado al tenedor en la fecha de vencimiento determinada.
- Asimismo, el monto del bono devenga un interés que puede ser pagado íntegramente al vencimiento o en cuotas periódicas.
- Son obligaciones emitidas principalmente por las sociedades anónimas a un plazo mayor a un año.
- Si el monto de la emisión supera el patrimonio de la empresa, deben constituirse garantías específicas por la diferencia, conforme lo preceptúa el artículo 305 de la LGS.
- Toda emisión de bonos corporativos requiere de la designación de un representante de los obligacionistas.
- El procedimiento para el rescate anticipado debe proveer un trato equitativo para todos los obligacionistas.
- La colocación de los bonos debe efectuarse necesariamente a través de un agente de intermediación.
- *Bonos subordinados*. Regulados por los artículos 217, 232, 233 y segunda disposición transitoria de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, ley 26702, y son obligaciones emitidas por las empresas bancarias o financieras con propósitos similares a los bonos corporativos, sin embargo tiene las siguientes características específicas:
  - La emisión de bonos subordinados debe ser acordada por la junta general de accionistas, pudiendo delegar

7 GARRIGUES, Joaquín. *Curso de derecho mercantil*. Bogotá: Temis, 1987.

8 Información obtenida de material de trabajo de la Conasev, así como de la LMV, LGS y legislación pertinente.

- esta facultad en el directorio del emisor.
- Pueden ser incorporadas para el cómputo de su patrimonio efectivo hasta el 50% de su patrimonio contable con exclusión de las acciones preferentes acumulativas y/o redimibles a plazo fijo, si las hubiere, y de las utilidades no comprometidas.
  - No será computable como patrimonio efectivo el importe de los bonos o, en su caso, de las cuotas de éste, que tengan vencimiento en el curso de los cinco años inmediatos siguientes.
  - Para su emisión, no es exigible la constitución de garantías específicas.
  - Para su emisión se requerirá la opinión favorable de la Superintendencia. Asimismo, en los casos en que tengan la condición de valores mobiliarios y se emitan por oferta pública, Conasev procederá a inscribirlos en el Registro Público del Mercado de Valores, previa presentación de la resolución expedida por la Superintendencia y la documentación precisada en el artículo 18 de la LMV.
  - Su vida útil no debe ser inferior a cinco años.
  - Deben ser emitidos por oferta pública.
  - El principal y los intereses quedan sujetos, en su caso, a la absorción de las pérdidas de la empresa que quedan luego que se haya aplicado íntegramente al patrimonio contable a este objeto. En este caso, su aplicación se hará por mandato de la ley y por disposición de la Superintendencia, quien dispondrá la elaboración de acciones de nueva emisión a favor de los titulares de tales bonos, por el importe de su porción neta capitalizable o valor residual, luego de cubrir las pérdidas acumuladas.
- No pueden ser pagados antes de su vencimiento, ni proceder a su rescate por sorteo.
  - En caso de situaciones de insolvencia, son convertidos en acciones.
  - Pueden ser emitidos en dólares y en soles, pudiendo acogerse la deuda en moneda nacional al reajuste automático de deudas conforme al VAC, de acuerdo con el artículo 240 de la ley 26702.
  - Serán valorados a su precio de colocación, cuyo precio deberá estar totalmente pagado. Los instrumentos emitidos en serie o en forma individual pueden ser colocados bajo su valor par.
- **Bonos de arrendamiento financiero.** Se encuentran regulados por los artículos 21, 22 y 23 de la Ley de Arrendamiento Financiero, decreto legislativo 299, y su modificatoria, decreto legislativo 625, así como el artículo 33 de su reglamento, decreto supremo 559-84-EFC; por el decreto supremo 532-85-EF, normas sobre emisión de bonos de arrendamiento financiero, y por el artículo 221, numeral 14 y disposición final 18 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, ley 26702. Son obligaciones que emiten las empresas financieras o bancarias o de arrendamiento financiero, destinadas al financiamiento de las operaciones de arrendamiento financiero.
- La emisión de estos bonos debe ser necesariamente autorizada por Conasev. Podrán tener rendimiento fijo y variable, incluyendo la posibilidad de participar en los resultados de la empresa emisora. Pueden ser emitidos bajo la par y ser inscritos en la Bolsa de Valores. Estos bonos deben ser emitidos a un plazo no menor de tres años.

Por otro lado, la emisión de estos bonos puede ser acordada por el órgano de dirección del emisor o por su junta de accionistas. No es posible su redención anticipada, como tampoco es exigible la constitución de garantías específicas. Son respaldados por garantías genéricas, incluidos los bienes otorgados en arrendamiento financiero.

- **Bonos convertibles en acciones.** Se encuentran normados por la Ley del Mercado de Valores, decreto legislativo 861, capítulo III, artículos 95 al 97. Son obligaciones emitidas por las sociedades que tienen como característica de su emisión la posibilidad de que en un plazo determinado el tenedor del bono pueda optar por convertir dicho bono en una acción. Esta clase de bonos puede ser emitida para su colocación por oferta pública o privada, siempre que la junta determine las bases y modalidades de la conversión y acuerde aumentar el capital en la cuantía necesaria, en cuyo caso, de conformidad con lo establecido en el artículo 317 de la LGS, la formalización del aumento de capital consecuencia de la conversión, es automática, no requiriéndose de otro acuerdo que el que dio lugar a la escritura pública de emisión. Es importante señalar que en estos casos, conforme lo establece el tercer párrafo del artículo 207 de la LGS, no existe derecho de suscripción preferente.
- **Bonos de capitalización BCR.** Son obligaciones emitidas por el Gobierno Central y entregados en propiedad al Banco Central de Reserva del Perú (BCR). Se negocian en el mercado secundario y tienen como función la de regular la cantidad de dinero del sistema financiero recurriendo a operaciones de mercado abierto.

Están representados por anotaciones en cuenta, por lo que no constituyen documentos físicos para el titular. El BCR, de acuerdo con los requerimientos de la política monetaria que ejecuta, establece en cada oportunidad las características de la subasta para la colocación o adquisición de bonos. El BCR puede pactar compromisos de recompra en las transacciones de adquisición o venta que efectúe con bonos, así como realizar las demás operaciones que considere necesarias. Las entidades participantes son autorizadas por el BCR a celebrar directamente con él operaciones con bonos, por cuenta propia o en representación de terceros. Los bonos son libremente negociables por sus titulares. Las transacciones deben ser comunicadas al BCR por conducto de las entidades participantes autorizadas, con el fin de que se proceda a la modificación del registro correspondiente.

- **Bonos cupón cero.** Son obligaciones mediante las cuales el emisor no efectúa ningún pago por concepto de intereses (cupón hasta el vencimiento, es decir que el inversionista realiza un desembolso inicial y no percibe un flujo de pagos por cupón durante la vida del bono hasta su vencimiento o fecha en que tiene lugar la amortización del principal más los intereses diferidos acumulados.

Presentan las siguientes ventajas:

- Permiten a la empresa emisora reinvertir las utilidades generadas por la rentabilidad del proyecto financiado con los recursos captados mediante la colocación de bonos, puesto que no tiene que destinar los ingresos que obtenga durante el plazo de la emisión al pago periódico de los intereses.

- La liquidación de intereses se calcula en base al interés compuesto, aplicándose sobre los intereses devengados.

Estos bonos están expuestos a las influencias externas del mercado secundario, puesto que su transferencia, en caso de requerir liquidez, se realizará en el mercado de valores, de tal forma que su valor de venta dependerá de las condiciones de la oferta y la demanda, y no sobre la base de los intereses corridos hasta el momento de la venta, es por eso que son considerados como bonos de corto plazo toda vez que cuanto mayor es el plazo para la amortización del bono, habrá mayor probabilidad de que el inversionista desee enajenarlo.

Desde el punto de vista de normatividad, están sujetos al mismo marco legal que cualquier otro tipo de obligación, encontrándose reguladas por la LGS y por la LMV.

- **Bonos basura o Junk-Bonds.** Conocidos también como "bonos chatarra", son obligaciones que se caracterizan por tener un alto riesgo financiero y elevada rentabilidad, son ubicados en una categoría baja por las empresas clasificadas de riesgo, debido a su alto riesgo. Estos bonos fueron introducidos al inicio de la década de los ochenta por el banco de inversión norteamericano Drexel Burnham Lambert, al observar que los inversionistas podían obtener en sus carteras mayores tasas de rendimiento, ajustadas por riesgos, utilizando estos bonos.

La inversión en este tipo de bonos es básicamente institucional: fondos de inversión, administradoras de fondos de pensiones, seguros, etc. Una empresa emisora de estos bonos es aquella que no ha agotado los beneficios fisca-

les derivados del endeudamiento, no debe hallarse en una situación de insolvencia y debe disponer de activos sólidamente establecidos. Esta financiación permite que la empresa coloque sus emisiones sin tener que sacrificar su liquidez.

- **Bonos estructurados.** Son instrumentos financieros cuyo rendimiento se encuentra asociado con la evolución de un determinado activo subyacente, constituyéndose en un nuevo mecanismo de inversión por el cual el emisor ofrece la devolución del principal en términos nominales o indexado (si el inversionista no desea exponerse a pérdidas por inflación y/o devaluación), más un rendimiento variable ligado a la evolución en el tiempo del precio de un determinado activo subyacente, multiplicado por un factor de participación o apalancamiento. Estos bonos tienen las siguientes características:

- El emisor (usualmente corporativo) ofrece al mercado una emisión de bonos en nuevos soles o dólares, garantizando la devolución del principal así como un rendimiento que solo podrá ser determinado al momento de la redención del bono, es decir, se ofrece al inversionista la devolución del principal más los intereses generados a la fecha del vencimiento del bono.
- El rendimiento está en función de un activo subyacente que puede ser una acción, una canasta de acciones, un índice de mercado, entre otros. El o los activos subyacentes pueden ser predeterminados por el emisor o establecerse según condiciones del mercado antes de la emisión.
- Los activos subyacentes son muy volátiles. Ello implica que el emisor

adopte las previsiones que le permitan resguardarse frente a eventuales variaciones en los precios de dichos activos, para lo cual puede tomar una cobertura sobre el referido activo subyacente a través de un contrato de futuros, opciones, etc.

- Para financiar sus operaciones el emisor utilizará sólo un determinado porcentaje de la emisión, el saldo lo destinará a la adquisición de una cobertura sobre el activo subyacente para garantizar el pago de los intereses.
- Otro de los elementos que caracteriza este tipo de emisiones es la existencia de un factor de participación o de apalancamiento, que puede ser establecido por el emisor o determinarse por subasta (al igual que la tasa de interés en una emisión convencional) al momento de la emisión. El factor de participación o apalancamiento es un coeficiente que va a modificar la rentabilidad del activo subyacente para determinar el rendimiento del bono. Dicho factor es el resultado de dividir el porcentaje de la emisión destinado a la adquisición de la cobertura entre el costo que le significaría al emisor adquirir la referida cobertura.
- El rendimiento del inversionista estará en función de la multiplicación del factor de participación por la rentabilidad del activo subyacente. La rentabilidad del activo subyacente, sea una acción, canasta de acciones o índice de mercado, estará determinada por la variación de su precio. Asimismo, el rendimiento podrá variar entre cero y el porcentaje de apreciación de la acción, canasta de acciones o índice de mercado, durante el período de vigencia del bo-

no, multiplicado por el factor de apalancamiento;

- El cálculo de la apreciación del activo subyacente estará en función del tipo de cobertura adquirida.

Entre las ventajas que obtiene el emisor en la emisión de este tipo de bonos, se pueden mencionar las siguientes:

- Al tomar una posición de cobertura, cubre el pago de intereses ante cualquier variación de precios del activo subyacente.
- Puede fijar el costo financiero que desearía asumir, pudiendo éste ser menor al de otras fuentes de financiamiento.

A su vez, el inversionista encontraría ciertas ventajas, en la medida en que:

- Obtendría la rentabilidad de una inversión en un instrumento de renta variable, manteniendo fijo el valor nominal del bono; es decir, le resultaría como invertir en un instrumento de renta variable, sin arriesgar el principal de su inversión.
- En los casos en que el factor de participación o apalancamiento sea mayor a uno, le permitirá obtener beneficios superiores a los que éste accedería si decidiera adquirir directamente los activos subyacentes.
- Le permitiría aumentar la diversificación de su cartera de inversiones, disminuyendo el riesgo para la rentabilidad de su cartera.

Entre las desventajas que conllevan estos instrumentos, debe mencionarse que en un escenario pesimista (por ejemplo, la caída en el precio del activo subyacente) el rendimiento de este instrumento sería cero y lo único que percibiría el inversionista sería el principal. Asimismo, en el supuesto probable de la inexistencia de un mercado secundario para este tipo de instrumen-

tos, el riesgo para el inversionista es la falta de liquidez del valor.

Sin embargo, pese a las exigencias adicionales que suelen presentar las alternativas de financiamiento en el mercado de valores, debe subrayarse que los beneficios y ventajas que su uso ofrece compensan con creces tales exigencias. Esto se debe, principalmente, a que la oferta pública supone la relación directa entre la sociedad emisora y el inversionista, con lo cual es altamente probable que las condiciones que se establezcan para el financiamiento y la inversión se adecuen a las necesidades de ambas partes.

### 3. EL PROCEDIMIENTO GENERAL DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

El procedimiento general de emisión de obligaciones se encuentra contemplado en la sección primera del libro cuarto de la LGS, así como en el capítulo tercero del título cuarto de la LMV.

Toda emisión de bonos requiere inicialmente del acuerdo social de emisión, el cual, según lo estipulado por el inciso cuarto del artículo 115 de la LGS, compete a la junta general de accionistas o el órgano equivalente en caso de que se trate de una persona jurídica distinta a una sociedad anónima. A su vez, el artículo 312 de la LGS dispone que una vez tomado el acuerdo social de emisión, la junta general de accionistas puede delegar sus facultades en el directorio de la sociedad. A estos efectos, se deberán respetar ciertos requisitos, tales como la limitación al importe total de las obligaciones y las eventuales garantías de la emisión.

En caso de que la sociedad decida realizar una emisión de bonos por un monto que, sumado a los bonos pendientes de

pago, sea superior al patrimonio neto de la sociedad, deberá constituir una garantía específica, bien sea un derecho real de garantía o una fianza solidaria emitida por entidades del sistema financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras o bancos del exterior.

Una vez adoptado el acuerdo social, se suscribirá un contrato de emisión entre la sociedad emisora y el representante de los obligacionistas, para luego cumplir con la formalidad de elevar dicho contrato a escritura pública, según lo dispuesto por el artículo 308 de la LGS.

A excepción de los supuestos en que existieran garantías específicas, en cuyo caso se debe esperar a que la escritura pública de emisión se inscriba en el Registro Público, se podrá efectuar la colocación de los bonos una vez elevado el contrato de emisión a escritura pública.

Ahora bien, la suscripción de los bonos emitidos se puede efectuar a través de una oferta privada o pública.

A la oferta privada, al no encontrarse regulada por las disposiciones de la LMV –tal como lo preceptúa el artículo primero de dicha ley<sup>9</sup>– le son aplicables las disposiciones pertinentes de la LGS. Debido a que los bonos no serán ofrecidos a público, no se requiere de previa inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante RPMV), como tampoco se requiere preparar el prospecto, siendo ésta facultad del emisor.

Cuando se realiza la emisión de bonos a través de una oferta privada, se hará constar en escritura pública, con intervención del representante de los obligacionistas. En la escritura se deberá incluir:

9 "Artículo 1.- Finalidad y Alcances de la Ley.- La finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista".

- El nombre, el capital, el objeto, el domicilio y la duración de la sociedad emisora.
- Las condiciones de la emisión y de ser un programa de emisión, la de las distintas series o etapas de colocación;
- El valor nominal de las obligaciones, sus intereses, vencimientos, descuentos o primas si las hubiere, y el modo y lugar de pago.
- El importe total de la emisión y, en su caso, el de cada una de sus series o etapas.
- Las garantías de la emisión, en su caso.
- El régimen del sindicato de obligacionistas, así como las reglas fundamentales sobre sus relaciones con la sociedad.
- Cualquier otro pacto o convenio de la emisión.

La colocación de las obligaciones puede iniciarse a partir de la fecha de la escritura pública de emisión. Si existen garantías inscribibles sólo puede iniciarse después de la inscripción de éstas.

Para la inscripción de obligaciones que no hayan sido materia de oferta pública, deberá presentarse la copia de la escritura pública de emisión correspondiente.

Con respecto a la oferta pública, el artículo cuarto de la LMV la define 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.

La oferta pública tiene como requisito su previa inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de Conasev, lo cual cumple una función de protección del inversionista, puesto que le exige al emisor una serie de requisitos informativos, a

efectos de no generar un problema de información asimétrica entre el inversionista y emisor.

---

#### 4. INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES DE CONASEV<sup>10</sup>

---

Existen dos supuestos referentes a la inscripción en el RPMV: el primero se da con la inscripción del programa de emisión y el segundo con la inscripción de los bonos por parte de los bonistas.

Tanto la inscripción de los bonos que se vayan a emitir en virtud de programas de emisión, así como de los programas mismos se realizarán bajo las modalidades, reguladas en el Reglamento de Oferta Pública Primaria y Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por la resolución Conasev 141-98-EF/94.10 (en adelante "reglamento"). Por considerar de especial interés la divulgación de los documentos informativos que utiliza Conasev, a continuación paso a detallar aquéllos relacionados con ambas modalidades, así como los requisitos de cada una de ellas:

- *Trámite general.* Este trámite se relaciona con ofertas individuales realizadas por emisores que no planean efectuar nuevas emisiones en el futuro cercano (para estos casos, sin embargo, también se podrá utilizar el trámite anticipado a que nos referimos a continuación, a opción del ofertante). Puede también ser utilizada para inscribir emisiones individuales que se realicen dentro de un programa de emisión. Mediante este procedimiento, a efectos

---

<sup>10</sup> Información obtenida de los archivos, manuales y reglamentos de la Conasev.

de realizar la inscripción de valores y/o registro de prospectos, se presenta toda la documentación e información que se exija de manera específica en cada caso de acuerdo con lo que determine la gerencia general de Conasev, así como toda la documentación e información que resulte necesaria, aun cuando no sea requerida de manera específica, para alcanzar una revelación de información que sea relevante, a efectos de que los inversionistas puedan entender las implicancias positivas y negativas de sus posibles transacciones, con la finalidad de que se encuentren en condiciones de adoptar decisiones libres e informadas respecto de éstas. Para esto, Conasev dispone de treinta días contados desde la fecha de presentación de la solicitud para cumplir con inscribir en el Registro una emisión de bonos, sin contar el plazo que tiene el peticionario para absolver las observaciones que le formule Conasev.

Para la inscripción de bonos en el Registro, con el objeto de efectuar una oferta pública primaria dirigida exclusivamente al mercado nacional, se deberá presentar la siguiente documentación e información vigente:

– Comunicación del emisor o de su representante autorizado, solicitando la inscripción de los bonos y el registro del prospecto correspondiente. Se deberá señalar respecto de los bonos, la identificación de la clase, las series, el número de unidades y sus demás características relevantes, cuando corresponda. Asimismo, se indicará el número aproximado y el segmento de potenciales inversionistas al que va dirigida la oferta, o sea, la indicación de que se trata de una oferta pública primaria y, además, la

documentación que no se remite por haberse presentado anteriormente y mantener su plena validez y vigencia.

– También se deben presentar los documentos siguientes:

a. Copia de la escritura pública de constitución social del emisor, incluyendo al estatuto actualizado, con constancia de inscripción en los Registros Públicos.

b. Copia del acta o instrumento que recoge la decisión del órgano social correspondiente por la que se efectúa la emisión de bonos y se fijan sus características.

Se presentará asimismo la copia de los documentos donde consten todos los acuerdos o actos que lo complementen.

c. Copia del contrato de emisión.

d. Modelo del título o certificado representativo de los bonos, en el caso de que se vayan a representar mediante títulos.

Tratándose de bonos a ser representados mediante anotación en cuenta se presentará la copia del modelo del acta o instrumento donde se vaya a dejar constancia de su emisión y de sus características, y una declaración que indique que tales características son compatibles con los requerimientos de la institución de compensación y liquidación que corresponda.

e. La información a que se refiere el artículo 8 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico, aprobada por resolución Conasev 722-97-EF/ 94. 10, cuando corresponda.

f. De ser el caso, copia de todo otro documento por el que se establezcan derechos, obligaciones o car-

gas, o limitaciones o condiciones adicionales o complementarias a los contenidos en los documentos que se presentan, respecto de los potenciales suscriptores o adquirentes de los valores.

- Prospecto informativo elaborado de acuerdo con el formato adjunto.
- La información financiera siguiente, en función de la fecha de su constitución:
  - a. Información financiera auditada elaborada conforme a la normatividad vigente, correspondiente a los dos últimos ejercicios.
  - b. Última información trimestral no auditada e indicadores financieros, elaborados conforme a la normatividad vigente.
  - c. Última información financiera consolidada auditada anual, que sea aplicable de acuerdo con la normatividad vigente.
  - d. Última información financiera trimestral consolidada no auditada, que sea aplicable de acuerdo con la normatividad vigente.

Cuando, en razón a su fecha de constitución, la entidad emisora no pudiese contar con alguno de los requisitos señalados, se deberá presentar en su lugar el balance general de apertura.

- Copias de las comunicaciones remitidas por las dos sociedades clasificadoras informando de las clasificaciones de riesgo otorgadas al valor, acompañando la fundamentación correspondiente.
- Memorias anuales, correspondientes a los dos últimos ejercicios, cuando el período de constitución lo permita, y sea exigido por disposición legal o convencional.

- Declaración jurada de no vinculación entre el emisor y el representante de obligacionistas, suscrito por ambos o presentado de manera independiente.
- Carta(s) de consentimiento del o de los expertos contratados, en el caso a que se refiere el artículo 17, numeral 2 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.
- Contrato con el agente de intermediación, cuando corresponda. De ser el caso, copia de otros documentos o información que se considere de relevancia para los potenciales suscriptores o adquirentes, a juicio de los solicitantes o que solicite Conasev de acuerdo con las características o circunstancias propias de la operación en virtud de la cual se ofrecen los valores.

A su vez, existen reglamentaciones aplicables a la oferta pública de bonos, emitidas por Conasev en virtud de la delegación contenida en la ley.

Entre las reglamentaciones encontramos las siguientes:

- El contrato de emisión debe contener, adicionalmente a lo dispuesto en los artículos 308 de la Ley General de Sociedades y 88 de la Ley del Mercado de Valores, la información siguiente:
  - a. Las reglas para el ejercicio del derecho de voto en la asamblea cuando los bonos al interior de la emisión, aunque homogéneos, no sean iguales.
  - b. Limitaciones que se pudieran establecer al actuar del emisor, como la sujeción a determinados ratios financieros, condiciones especiales para incurrir en nuevas deudas, entre otras.

- c. Los casos en que procede la renuncia del representante de obligacionistas y las reglas a aplicar con el fin de defender los intereses de los obligacionistas, sobre todo en el caso a que se refiere el artículo 92, tercer párrafo de la Ley del Mercado de Valores, en el que comunicada la renuncia, no se hubiere designado a un sustituto para el renunciante.
- d. Referencia a la resolución Conasev o a la Resolución Gerencia General, según corresponda, por la que se dispone la inscripción del valor en el Registro (resolución Conasev 141-98-EF/94.10, artículo 3, inciso a).
- Asimismo, en el caso de emisiones de bonos convertibles en acciones, el contrato de emisión debe contener, adicionalmente a lo señalado en el inciso a) anterior, la información siguiente:
- a. La parte o partes que se encuentran facultadas a decidir la conversión de las obligaciones en acciones.
- b. El procedimiento y plazo de conversión o la facultad de la junta de determinarlos.
- c. Las disposiciones de reajuste de los términos de conversión en el caso de ocurrencia de aquellos supuestos que puedan afectar los intereses de los bonistas, y;
- d. En su caso, el derecho preferente a que se refiere el último párrafo del artículo 101 de la Ley del Mercado de Valores, que se ejercerá en las proporciones que corresponda de acuerdo con las bases de conversión (resolución Conasev 141-98-EF/94.10, artículo 3, inciso b).
- Además de las garantías a que se refiere el artículo 90 de la Ley del Mercado de Valores, es posible contemplar:
- a. El fideicomiso de garantía a que se refieren los artículos 314, cuarto párrafo de la Ley del Mercado de Valores, y 14, inciso a) del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, aprobado mediante resolución Conasev 001-97-EF/94.10.
- b. La prenda global y flotante a que se refiere el artículo 231 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, ley 26702.
- c. Otras que determine Conasev.
- La valorización de las garantías a que se refieren los numerales del presente inciso deberá ser realizada por una entidad especializada de reconocido prestigio (resolución Conasev 141-98-EF/94.10, artículo 3, inciso c).
- El porcentaje a que se refiere el artículo 91 de la Ley del Mercado de Valores es de 20%. La cancelación a que se refiere el indicado artículo se efectúa a través de la modificación de la escritura pública de emisión correspondiente (resolución Conasev 141-98-EF/94.10, artículo 3, inciso d).
- Su emisión se realiza mediante escritura pública, de acuerdo con lo establecido en la Ley General de Sociedades y en la Ley del Mercado de Valores (resolución Conasev 141-98-EF/94.10, artículo 3, inciso e).
- Para efectos de la colocación de los bonos dentro del plazo a que se refiere el artículo 61 de la Ley del Mercado de Valores, se requiere el pre-

vio cumplimiento de los requisitos señalados en el artículo 308, último párrafo de la Ley General de Sociedades. En el caso de programas de emisión, el plazo de colocación a que se refiere el referido artículo 61 se cuenta respecto de la inscripción en el Registro de los valores correspondientes a cada emisión (resolución Conasev 141-98-EF/94.10, artículo 3, inciso f).

- Los bonos pueden ser emitidos en una o más etapas, entendidas éstas como la oportunidad en la cual se inicia la colocación de cada una de las series de una emisión conformante o no de un programa de emisión (resolución Conasev 141-98-EF/ 94.10, artículo 3, inciso g).

• *Trámite anticipado.* Mediante este proceso se acelera el trámite correspondiente a una oferta, presentando en una primera etapa la documentación e información común respecto de las ofertas que vayan a ser efectuadas, y presentando en la segunda la información específica de cada oferta, reduciendo los requisitos y plazos al momento de la realización de las ofertas y favoreciendo así a los ofertantes, puesto que esto les permitirá aprovechar las oportunidades que se presentan en el mercado para efectuar transacciones en condiciones más favorables.

Ahora bien, con respecto a la inscripción de los valores o registro de prospectos, se pueden realizar mediante dos procedimientos. Los valores típicos de entidades calificadas (que son determinados por la gerencia general de Conasev) se inscribirán al momento en que se efectúe el trámite anticipado. Nótese que la mencionada inscripción tiene un carácter genérico y no requiere de una total determinación de las ca-

racterísticas de los valores, las cuales serán comunicadas a Conasev al momento que se realice la oferta. Este procedimiento permitirá que las emisiones de los valores señalados se realicen sin que medie trámite alguno, lo que incrementará la capacidad de respuesta de los emisores a los requerimientos del mercado.

Otros valores seguirán un trámite reducido, en un plazo máximo de cinco días, siempre que no se requiera la intervención del directorio de Conasev, caso en el cual el plazo máximo será de diez días.

En cuanto a los requisitos para la aprobación del trámite anticipado, tenemos los siguientes:

- Comunicación del emisor o de su representante autorizado, solicitando la aprobación del trámite anticipado y el registro del prospecto marco correspondiente. Se deberá señalar de manera general los tipos de valores respecto de los cuales se podrán efectuar ofertas en virtud del trámite anticipado y, cuando se hubiere establecido, el monto total u otro límite aplicable de valores que se podrá ofertar en virtud del mismo. Se deberá indicar asimismo la documentación que no se remite por haberse presentado anteriormente y mantener su plena validez y vigencia.

- Copia de la escritura pública de constitución social del emisor, incluyendo al estatuto actualizado, con constancia de inscripción en los Registros Públicos.

- Copia del acta de la junta general de accionistas o del instrumento donde conste el acuerdo del órgano que corresponda, aprobando llevar a cabo un trámite anticipado.

Se presentará asimismo la copia de

los documentos donde consten todos los acuerdos o actos que lo complementen.

- La información a que se refiere el artículo 8 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico, aprobado por resolución Conasev 722-97-EF/94.10, cuando corresponda.
- Prospecto informativo marco elaborado de acuerdo con el formato adjunto.
- La información financiera siguiente, en función de la fecha de su constitución:
  - a. Información financiera auditada elaborada conforme a la normatividad vigente, correspondiente a los dos últimos ejercicios.
  - b. Última información trimestral no auditada e indicadores financieros, elaborados conforme a la normatividad vigente.
  - c. Última información financiera consolidada auditada anual, que sea aplicable de acuerdo con la normatividad vigente.
  - d. Última información financiera trimestral consolidada no auditada, que sea aplicable de acuerdo con la normatividad vigente.  
Cuando, en razón a su fecha de constitución, la entidad emisora no pudiese contar con alguno de los requisitos señalados, se deberá presentar en su lugar el balance general de apertura.
- Memorias anuales, correspondientes a los dos últimos ejercicios, cuando el período de constitución lo permita.
- Carta(s) de consentimiento del o de los expertos contratados, en el caso a que se refiere el artículo 17, numeral 2 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.

- Copia del documento que evidencie la autorización del organismo que ejerza la supervisión y control sobre el emisor, cuando corresponda.
- De ser el caso, copia de los instrumentos marco que se hubieren elaborado, en virtud de los cuales se efectuarán las emisiones u ofertas, tales como contratos marco de emisión, de colocación, etc.
- De ser el caso, con el detalle que permitan las circunstancias, copia de otros documentos o información común a las ofertas a realizar y a los valores a ofrecer que se considere de relevancia para los potenciales suscriptores o adquirentes, a juicio de los solicitantes o que solicite Conasev.

Asimismo, en caso de programas de emisión, se deberá tener en cuenta lo siguiente:

- La comunicación deberá hacer mención a la existencia del programa de emisión y de sus características principales como sus límites y condiciones, y su plazo de duración, entre otros. En dicha comunicación se solicitará la inscripción del programa en el Registro o se indicará que dicha inscripción procederá con la primera inscripción de valores que se efectúe.

Cuando se pretenda inscribir el programa con posterioridad a la aprobación del trámite anticipado, la solicitud correspondiente deberá efectuarse en los términos descritos en el párrafo anterior sin perjuicio del cumplimiento de los requisitos que se señalan en los incisos siguientes.

- Se deberá presentar, asimismo, copia del acta de la junta general de accionistas o del instrumento donde conste el acuerdo del órgano que corres-

ponda, aprobando el programa de emisión de valores.

Se presentará también la copia de los documentos donde consten todos los acuerdos o actos que lo complementen.

- El prospecto marco deberá incluir la información pertinente relativa al programa de emisión, de acuerdo con lo dispuesto por las Normas Comunes para la Determinación del Contenido de los Documentos Informativos.
- En los casos que corresponda, se presentarán asimismo las copias de las comunicaciones remitidas por las dos sociedades clasificadoras informando de las clasificaciones de riesgo comunes otorgadas a todo o parte de los valores a emitir en virtud del programa de emisión, acompañando la fundamentación correspondiente.

La precolocación o preventa a que hace alusión el artículo 20 del reglamento, se puede entender como la difusión de la intención de realizar una futura oferta con el fin de facilitar la posterior colocación de los valores en el mercado. Dicha práctica no constituye una oferta propiamente dicha (la cual únicamente puede realizarse una vez finalizado el trámite correspondiente), y por ende, no pueden realizarse a partir de ella contrataciones relativas a los valores que serán ofertados. Mediante esta preventa se trata de resguardar que los inversionistas tengan acceso a una adecuada información durante esta etapa.

Asimismo, se establece que se deberá alertar a los inversionistas acerca de la naturaleza preliminar de la difusión, lo que evitará la creación de falsas expectativas. Adicionalmente, se deberá po-

ner a disposición de éstos una versión preliminar del prospecto informativo, la cual, a diferencia de lo dispuesto por la normatividad vigente, deberá ser puesta a disposición de cualquier tipo de inversionista, condición necesaria para garantizar que todos se encuentren en igualdad de condiciones.

Con el propósito de desincentivar que en la realización de la precolocación o preventa se difunda información deficiente, se establece una disposición de orden preventivo, por la cual Conasev podrá solicitar una nueva distribución de la versión preliminar entre los inversionistas que hubieran recibido la anterior, la cual deberá facilitar la identificación de las modificaciones introducidas.

Asimismo, la gerencia general de Conasev podrá dictar disposiciones adicionales para cumplir con los objetivos descritos, tales como establecer formatos de contenido mínimo para los documentos que se difundan.

Una vez que haya culminado el procedimiento de revisión que Conasev realiza sobre la documentación e información presentada, se dispone la inscripción del valor y/o el registro del prospecto. La gerencia general de Conasev se encuentra facultada para disponer la inscripción del valor y/o registro del prospecto en caso de valores típicos de entidades calificadas, entendiéndose como valor típico a aquel instrumento que adopta características comúnmente utilizadas en el mercado, razón por la cual resulta relativamente sencillo identificar las implicancias derivadas de su adquisición por parte de los inversionistas. Esta medida flexibiliza el trámite para este tipo de instrumentos, a la vez que constituye un incentivo para las emisiones de valores que por su sim-

placidad facilitan las transacciones en el mercado secundario. En los demás casos, el directorio de Conasev dispone la inscripción y/o el registro.

La inscripción de valores y/o registro de prospectos en el Registro, se efectuará complementando la documentación e información presentada a Conasev para efectos de la aprobación del trámite anticipado o con posterioridad, con la relativa a la emisión u oferta a realizar.

Una vez inscritos los valores y/o registrado el prospecto, puede efectuarse la oferta pública propiamente dicha y la colocación de los valores. Para tal efecto, deberán seguirse las siguientes reglas<sup>11</sup>:

- Respecto de las personas entre las que se hubiere efectuado la preventa, y constituyan potenciales inversionistas, se deberá comunicar la culminación del trámite de inscripción y/o registro y de la existencia de la versión final del prospecto informativo, señalando la importancia de su revisión a efectos de conocer las implicancias de la transacción ofrecida, y procediendo a su entrega de acuerdo a lo señalado en el segundo párrafo del artículo 22 del reglamento. En dicha versión final se deberá indicar mediante subrayado, resaltado u otros medios que consigan efectos similares, las variaciones que haya sufrido el texto respecto de la versión preliminar que les fuera alcanzada o, en su defecto, se adjuntará un documento que recopile todas las modificaciones que hubieren sido introducidas al texto del prospecto previamente presentado.

- En todos los casos, la oferta, incluyendo la que se efectúa a través de medios de difusión masiva, deberá señalar la importancia de revisar el prospecto informativo a efectos de conocer las implicancias de la transacción que se les ofrece, y que se encuentran a disposición del público los documentos e información complementaria relativa al valor y a la oferta en el Registro;
- La oferta deberá ser dirigida a la clase de inversionistas a los que se hubiere declarado como destinatarios de ésta en el prospecto informativo.
- La difusión que se haga de la invitación deberá ajustarse a las disposiciones adicionales que la gerencia general de Conasev pudiera establecer.

En caso de ofertas a partir de un trámite anticipado, se deberá entregar al inversionista el prospecto marco actualizado, conjuntamente con su complemento.

## 5. RESCATE ANTICIPADO DE BONOS

Si bien es cierto que la finalidad de la emisión de bonos por parte de una sociedad es la inmediata liquidez de la emisora y el derecho del adquirente a percibir utilidades regulares, así como el reembolso del valor nominal del bono a la fecha de vencimiento, existen casos en los que esta regla no se cumple, uno de los cuales es el rescate anticipado de bonos.

Según palabras de Lavalle Vargas<sup>12</sup>, el rescate de bonos es el procedimiento me-

11 Véase artículo 25 del reglamento.

12 LAVALLE VARGAS, Hernando. *La emisión de obligaciones por las sociedades anónimas*. Lima: T. Scheuch, 1953.

dante el cual la sociedad emisora recompra los títulos emitidos antes de su fecha de vencimiento.

El artículo 330 de la LGS señala las causales mediante las cuales una sociedad emisora puede rescatar las obligaciones emitidas, a efectos de amortizarlas, las cuales son:

- Por el pago anticipado, de conformidad con los términos de la escritura pública de emisión.
- Por oferta dirigida a todos los obligacionistas o aquellos de una determinada serie.
- En cumplimiento de convenios celebrados con el sindicato de obligacionistas.
- Por adquisición en Bolsa.
- Por conversión de acciones, de acuerdo con los titulares de las obligaciones o de conformidad con la escritura pública de emisión.

La sociedad que rescata sus bonos por medio de su adquisición en Bolsa queda obligada a amortizar las obligaciones así adquiridas y no podrá ponerlas nuevamente en circulación, debido a que se debe evitar que la sociedad emisora se encuentre facultada para adquirir sus propias obligaciones o tener en su poder bonos que entraron en circulación y que no han sido amortizados. Esta medida tiene por finalidad impedir que la sociedad emisora opere directamente sobre la cotización de sus propias obligaciones en el mercado, realizando mediante supuestas ofertas y demandas, un fraude en los intereses de los bonistas.

Ahora bien, se debe tener en cuenta que el bono, una vez emitido, genera un derecho crediticio contra la sociedad, mediante el cual el bonista va a percibir una renta fija (interés) y, si fuera el caso, cobrará su nominal en la fecha de su vencimiento. Por esta razón, es probable que al bo-

nista no le interese el rescate anticipado de sus bonos, puesto que uno de los principales móviles que tuvo para proceder a su adquisición radicaba en la periodicidad del pago de un interés fijo.

Por otro lado, a la sociedad emisora no le interesa tener deudas, y por lo tanto mediante el rescate anticipado de bonos para su amortización, busca saldar aquella acreencia que los bonistas sostienen frente a ella.

Es por esta razón que la sociedad deberá realizar una oferta atractiva a sus bonistas, a efectos de que éstos encuentren un mayor interés en recibir una suma de dinero en el presente y así abran mano a la posibilidad de seguir recibiendo un interés fijo periódico por un tiempo determinado, para después hacerse cobro del valor nominal de la obligación.