

Financiamiento mediante emisión de bonos en el mercado de valores

Ayrton Alexis **GONZÁLEZ IBARGÜEN***

RESUMEN

En este artículo, el autor explica los aspectos más importantes de una emisión de bonos realizada en la competencia de la regulación del mercado de valores. Para ello, precisa los conceptos de invertir y financiar, con el objetivo de aclarar que la emisión de obligaciones es una herramienta de financiamiento y, a partir de ello, comprender la esencia del mismo. Desarrolla, asimismo, al mercado de valores y sus subdivisiones, comprendiendo a estas como elementos del mercado financiero como conjunto.



MARCO NORMATIVO

Ley General de Sociedades, Ley N° 26887 (01/01/1998): art. 305.

Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales, Ley N° 29720 (26/06/2011): art. 2.

Ley del Mercado de Valores, D. Leg. N° 861 (07/12/1996): arts. 5 y 280.



PALABRAS CLAVE: Financiamiento / Emisión de obligaciones / Mercado de valores / Derecho societario / Derecho corporativo / Finanzas corporativas / Ley de Mercado de Valores / Ley General de Sociedades

Recibido: 30/01/2018

Aprobado: 13/02/2018

INTRODUCCIÓN

Según datos recolectados por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) sobre el periodo abarcado entre el 2011 y el 2015, el 81 % de las emisiones de valores realizadas por las empresas del sector privado fueron efectuadas mediante bonos, dejando relegados en un segundo plano a los instrumentos de corto plazo (entiéndase papeles comerciales) con un 5 % y a las acciones con un curioso 0 %¹. Esto se debe, como explicaremos, tanto a las ventajas que ofrece la financiación a largo plazo como a la negatividad de los socios de las sociedades peruanas a emitir acciones que dispersen su poder en la administración de la sociedad.

* Estudiante de Derecho en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Miembro principal del Grupo de Estudios Sociedades.

1 Los datos exactos serán presentados en el punto III.

Las razones por las que una empresa participa en el mercado de valores son diversas, entre ellas, recurrir en él es menos oneroso que acudir al financiamiento bancario y proporciona un prestigio notable que termina materializándose en una suma de valor apreciable a futuro. En ese camino, la emisión de obligaciones es una herramienta de índole económica fundamental en el desarrollo de la actividad empresarial de la sociedad, es también, como explicaremos, un mecanismo legal de financiamiento **externo y posterior**.

Comenzaremos el artículo con un estudio de la naturaleza del mercado de valores, a partir del concepto del mercado desde una perspectiva económica-jurídica y de la clasificación del mercado financiero; es menester señalar que este mercado ha sido dividido de diversas formas por diversos autores, por lo que la estructura que mostraremos es una referencia que proponemos después de analizar diversas doctrinas.

Lo siguiente es estudiar la diferencia entre **invertir** y **financiar**, términos que deben ser claramente delimitados antes de entender la esencia de una emisión de valores (en nuestro caso, de bonos), cuya finalidad es la de buscar financiamiento; asimismo, desarrollaremos a las **decisiones de financiamiento** y por qué las sociedades prefieren financiarse mediante bonos corporativos por encima de los papeles comerciales o de acciones, ello con el fin de entender los fundamentos financiero-corporativos de una emisión de obligaciones a través del mercado de valores. Se estudiarán, aunque de manera secundaria, los bonos y sus clasificaciones, su estructuración, emisión y colocación en el mercado de valores, así como los principales métodos de subasta.

Vale decir que la emisión de obligaciones no es una institución exclusiva de las sociedades anónimas, pues la Ley de Mercado de valores a todas las personas jurídicas de derecho privado a realizar esta operación;

sin embargo, esto sería no solo poco práctico, sino que no se plasma en la realidad con la frecuencia necesaria como para ser estudiado en este trabajo; también se apartarán de este estudio las emisiones de bonos de entidades públicas o reguladas por la Ley General del Sistema Financiero, por ser un universo aparte.

I. EL MERCADO DE VALORES

Un mercado es un espacio, físico o no, donde las personas ofertan y demandan bienes o servicios, estas se materializan mediante operaciones de intercambio mediante las cuales se busca satisfacer necesidades humanas.

Si el mercado está compuesto por operaciones de intercambio, donde la regla general es la onerosidad, podemos decir que los mismos se componen de negocios jurídicos de naturaleza contractual, doctrina nacional define jurídicamente al mercado como “conjunto de contratos que regulan las operaciones de intercambio de bienes y servicios que se realizan o celebran en un determinado lugar, produciéndose dicho intercambio por el concurso o participación de la oferta y la demanda” (Torres Méndez, 2012, p. 44).

En los mercados financieros los bienes a ofertarse y demandarse son los activos financieros, los cuales son representaciones de activos físicos incorporados a ellos. En ese sentido, los mercados financieros son mecanismos en los que se reúnen vendedores y compradores de instrumentos financieros (Martín Mato, 2011, p. 1).

Existen diversos criterios para clasificar a los mercados financieros, por el plazo durante el que se realiza la inversión, se dividen entre el mercado monetario (plazos generalmente menores a un año) y el mercado de capitales (plazos medianos y largos) (Payet, 1996). Tomando en cuenta las formas en las que se instrumentan las *promesas de dinero futuro*, distinguimos entre el mercado de créditos y

el mercado de valores (Payet, 1996); en el primero se instrumentan mediante la intermediación de una entidad especializada o profesional (operación indirecta); en el mercado de valores los intermediarios se limitan a comunicar a sus clientes, siendo esta, teóricamente, una operación directa².

Así, nos atrevemos a definir al mercado de valores como el mercado físico o virtual de intermediación directa, en el cual se realiza la contratación de los denominados **valores mobiliarios**, los cuales no son más que instrumentos financieros que tienen como característica su emisión masiva, el riesgo y la liquidez, pues de esta última depende en gran medida su éxito en el mercado^{3/4}.

El mercado de valores tiene diversas divisiones, siendo la más importante la que lo separa entre el mercado primario y el secundario⁵. La primera emisión de valores se realiza en el mercado primario, donde se realiza la primera contratación sobre estos (Torres Méndez, 2012, p. 56). Estas emisiones son realizadas con la intención principal de buscar **financiamiento**.

El inversor inicial, que adquiere valores mediante el mercado primario, tiene la

facultad de desprenderse de su compra, ofreciéndola en lo que se denomina mercado secundario. Advierte doctrina nacional que “cualquier transferencia de un valor subsiguiente a su colocación primaria es denominada una transacción secundaria” (Payet, 1996). Es por ello que el mercado secundario también es llamado **mercado de transacciones**.

El mercado secundario es, entonces, el mercado de valores en el que se negocian los valores mobiliarios previamente emitidos. Las finalidades del mercado secundario de valores son, de manera prioritaria, la desinversión de la compra hecha, previamente en el mercado primario (esto proporciona liquidez al inversor)⁶ y la valorización actualizada que brindan las transacciones secundarias de valores mobiliarios sobre sus precios⁷.

La contratación en el mercado de valores se estructura, de manera inseparable, de ofertas públicas y privadas. A pesar de que se estudie de manera más discreta a estas últimas, son las más comunes en nuestro mercado nacional desde hace ya muchos años (Torres Pérez, 2009, pp. 43 y 44).

2 Es pertinente mencionar cierto error comúnmente aceptado, según el cual el mercado de valores estaría compuesto en su mayoría por inversionistas individuales; la realidad actual cambió este viejo paradigma y ahora la mayoría de inversionistas son institucionales. Esto no significa, claro está, que los inversionistas individuales hayan sido dejados de lado, sino que actualmente prefieren realizar sus inversiones mediante entidades especializadas en el manejo del riesgo que suponen estas operaciones (Torres Pérez, 2009, p. 42).

3 Parte de la doctrina que venimos siguiendo agrega el tema de los plazos para definir al mercado de valores, no obstante, consideramos que esto no se materializa en la realidad peruana, por la simple consideración de que nuestra regulación de mercado de valores sí permite la emisión de instrumentos de corto plazo. Sobre dicha posición, nos remitimos a Miguel Torres Méndez (2012, p. 44).

4 Asimismo, si bien incluimos a la emisión masiva como una característica general de los mercados de valores, esta acepta excepciones para las entidades que forman parte del sistema financiero, para ampliar nos remitimos a Narghis Torres Pérez (2009, pp. 44-47).

5 Entre otras, podemos mencionar la división del mismo en bursátil y extrabursátil o entre organizado y no organizado.

6 Una desinversión es una inversión con el fin de crear valor para luego revender la misma a un mayor precio. Para ampliar ver Espinosa y Trelles (2015, p. 22).

7 Cabe aclarar que este precio no es siempre necesariamente el correcto, pero resulta claro que sirve de referencia, en Miguel Torres Méndez (2012, p. 62).

II. DECISIONES DE FINANCIAMIENTO Y ALGUNOS DATOS DE RELEVANCIA

Invertir y financiar son dos conceptos aparentemente similares, pero que tienen que ser claramente diferenciados. **Invertir** es comprar un activo con el fin de lograr alguna ganancia o beneficio ulterior (Martín Mato, 2011, p. 1). Es, en ese camino, definido en el *Glosario de términos económicos* del Banco Central de Reserva del Perú como “la colocación de fondos en un proyecto (de explotación, financiero, etc.) con la intención de obtener un beneficio en el futuro” (Banco Central de Reserva del Perú, 2011, p. 112). A manera de analogía, podríamos decir que invertir es, simplemente, **comprar**.

Financiar es “[s]ufragar los gastos de una actividad” (Real Academia Española, 2014), en el caso de las sociedades, este abono se puede hacer internamente, recurriendo a los mismos socios o externamente, recurriendo a la venta de instrumentos financieros, comprometiéndose a repagar el precio de los mismos con un respectivo interés, valga decir, endeudándose. Siguiendo la analogía anterior, financiar es –mayoritaria pero no exclusivamente– **vender**⁸.

Considera parte de la doctrina nacional, en opinión que compartimos, que el

[F]inanciamiento económico es el problema más representativo que deben enfrentar constantemente las sociedades en general, a efectos de conseguir los fines establecidos en su objeto social, materializar proyectos de dimensiones diversas, posicionarse de determinados sectores del mercado, entre otras

necesidades que, en caso de ser cubiertas, les permitirán sortear una eventual salida de dicho mercado, mantenerse competitivas o incrementar la capacidad de sus operaciones, expandiéndose, posibilidades que dependerán, naturalmente, de sus expectativas. (Gagliuffi Piercechi, 2000)

Como mencionamos, el financiamiento se puede hacer tanto de manera interna como externa. Bradley, Myers y Allen, denominan al financiamiento interno como de capital contable –capital social en la Ley General de Sociedades– ya que este se realiza con los aportes por los cuales se comprometen los accionistas. Al financiamiento externo lo denominan simplemente como deuda (2015, p. 5).

Para culminar con el estudio del financiamiento interno, este se da de dos maneras: mediante los aportes de los inversionistas de capital contable (accionistas) o mediante la retención/reinversión de las ganancias generadas, claro está, esto último implica que los accionistas estén dispuestos a reinvertir sus activos en vez de hacerlo por su cuenta o en otro de los proyectos que conforman su portafolio, para determinar ello, se estudia el concepto del **costo de oportunidad**.

El financiamiento externo –que es el que se estudiará a lo largo de este artículo– se realiza, como mencionamos, mediante deuda. Cuando las empresas reciben préstamos, se comprometen a efectuar pagos de intereses por un periodo de tiempo y luego reembolsan lo prestado (Brealey, Myers & Allen, 2015, p. 347)⁹. Dicho todo esto nos remitimos a la analogía presentada: invertir es comprar y financiar es vender activos financieros (Brealey, Myers & Allen, 2015, p. 2).

8 En el caso del financiamiento interno la sociedad **vende** acciones a sus accionistas, quienes obtienen una porción de propiedad sobre la misma y que al final no es más que una deuda constante hacia ellos, por el contrario, en el financiamiento externo se **venden** activos a terceros, con la promesa de ofrecerles algún rédito.

9 Cabe aclarar que no todas las emisiones de deuda siguen este esquema, se pueden estructurar diferentes tipos de pagos periódicos, esto de acuerdo a las consideraciones de los administradores financieros, las exigencias de los obligacionistas y las disposiciones legales de la regulación de títulos valores, sistema financiero, mercado de valores y afines.

III. EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Entendida la diferencia entre invertir y financiar, cabe aclarar que la emisión de obligaciones es una herramienta cuya función es buscar financiamiento externo. En ese sentido, se señala

La emisión de obligaciones dentro del sistema de intermediación financiera directa es provechosa porque el obtener liquidez de terceros, extraños a la sociedad en calidad de inversión de renta fija, beneficia tanto a los tenedores de Obligaciones como a las empresas emisoras. (Torres Vega, 2002, p. 5)

1. Las obligaciones o bonos

A efectos de una emisión de obligaciones no se interpreta al término **obligaciones** como se suele entender en el lenguaje técnico del Derecho Civil, sino como **valores mobiliarios**. Explica doctrina nacional que

[L]as obligaciones son importes negociables que engloban un préstamo que los inversionistas otorgan a una empresa, persona natural o entidad que las emite (conocida como supervisor), representando de este modo el reconocimiento de una deuda; sirven además como documento de compromiso mediante el cual el emisor promete devolver el dinero recibido y sus respectivos intereses en una fecha determinada, recuperándose de este modo lo invertido por el obligacionista (nombre que adopta el sujeto que proporciona dinero al emisor). (Torres Vega, 2002, p. 1)

Para Elías Laroza las obligaciones tienen tres caracteres generales, 1) cada obligación representa una parte alicuanta de un crédito;

2) son valores mobiliarios y 3) confieren a sus titulares un conjunto de derechos y obligaciones que les otorgan el estado de **obligacionista** (2015, pp. 269 y 270). Doctrina nacional que consideramos más acertada difiere ligeramente y considera a los bonos de manera individual; así, son 1) una obligación de pago; 2) con plazo determinado y 3) de renta fija¹⁰.

De una interpretación sistemática de la Ley General de Sociedades con la Ley de Mercado de Valores podríamos afirmar que esta última denomina a las obligaciones según su plazo como bonos (mayores a un año) o como “instrumentos de corto plazo” (la Ley de Títulos Valores los denomina “papeles comerciales”, cuyos plazos son menores o iguales a un año). No obstante, como bien nos señala doctrina nacional, “[n]o existe un criterio aceptado sobre las distintas denominaciones que se utilizan para las obligaciones” (Torres Pérez, 2009, p. 45).

Sin importar ello, cuando en adelante utilicemos los términos bonos y obligaciones deberán entenderse como sinónimos, excluyendo a los papeles comerciales, debido a la naturaleza levemente distinta en términos jurídicos (la regulación es parecida, aunque más imperativa para los bonos) y severamente diferente en términos financieros (pues el financiamiento a corto plazo y a largo plazo son operaciones que requieren diligencias distintas).

Los bonos, aparte de lo mencionado anteriormente, se caracterizan por ser **instrumentos financieros de renta fija**. Estos son emitidos por el prestatario (en nuestro caso, la sociedad) en forma de un certificado con plazos y condiciones del endeudamiento (Court & Tarradellas, 2010, pp. 171 y 172). Entonces, podríamos afirmar sobre los bonos que:

¹⁰ Pues es posible que se emitan por unidades, aunque de manera excepcional (Torres Pérez, 2009, p. 45).

- El certificado fija la deuda del emisor y su obligación de repagar al prestamista el valor nominal del préstamo.
- En el mismo certificado se especifica el monto del interés a ser pagado al inversor (cupones)¹¹.
- También es usual que los intereses sean variables y que estén referenciados a la variabilidad de una acción, a índices bursátiles o a tasas de interés.
- Por último, queda claro que el inversor en bonos se convierte en acreedor de la sociedad (*stakeholder*). (Court & Tarradellas, 2010, pp. 171 y 172)

Acertada doctrina financiera enumera las características de los bonos; a saber, el **precio**, el **valor de vencimiento**, el **plazo**, el **riesgo**, las **garantías**, el estatus de **deuda**, las **leyes de gobierno**, la **forma registrada o al portador**, la **prioridad sobre activos y utilidades**, los **contratos de emisiones de bonos**, la **opción de recompra**, la **amortización** y los **fondos de amortización**, explicaremos los más importantes. (Court & Tarradellas, 2010, pp. 171-176)

Sobre el **precio**, este es determinado por los cupones (intereses), mientras que el **valor de vencimiento**, es, como mencionamos, el repago del préstamo principal, dicese, el valor nominal del bono. Los bonos son emitidos usualmente con un **plazo** fijo predefinido, tanto sus intereses como el pago final son determinados. Los intereses suelen pagarse de manera trimestral, semestral o anual. Ello no evita que existan bonos con plazos mucho mayores (e incluso perpetuos).

Una característica de todo valor mobiliario es el **riesgo** que en el mismo se contiene,

los bonos no son la excepción. En ese sentido, se aplica el principio de las finanzas corporativas según el cual **a mayor riesgo mayor interés**; de no ofrecer un alto rendimiento para los bonos altamente riesgosos, los inversionistas preferirían invertir sus excedentes en otros más seguros y que ofrezcan lo mismo. Los bonos pueden ser respaldados por diversas **garantías** y ofrecen el estatus de **deuda**, lo que convierte a los inversionistas en acreedores. Su emisión depende de las **leyes del gobierno** —que pueden ser favorables o no— y son formalizados mediante un **contrato de emisión**, el cual se estudiará más adelante.

Las obligaciones emitidas a largo plazo por empresas del sector privado se denominan **bonos corporativos**, estos “son instrumentos representativos de deuda emitidos por empresas industriales o comerciales con el objeto de captar de parte de los inversionistas, a efecto de financiar sus operaciones o proyectos” (Barreto Quineche, 2011, p. 101). Los bonos corporativos usualmente tienen las siguientes características (Martín Mato, 2011, p. 187): a) se emite de una vez el total de la cantidad programada; b) son vendidos sobre un compromiso firme de colocación; c) se colocan en gran cantidad; d) suelen tener una única tasa de cupón y de vencimiento; e) pueden estar listados en bolsa.

2. Clasificación de bonos

En la doctrina financiera se clasifica a los bonos según su estructura, sus cupones y sus derivados (de contenerlos) (Martín Mato, 2011, pp. 156-174). Según su estructura pueden ser **bonos bullet, con amortizaciones, con cupón cero o de rédito**.

Los bonos *bullet* reciben tal nombre debido a que el emisor se compromete a pagar su

¹¹ Usualmente representado en porcentajes del préstamo original.

valor nominal a la fecha de vencimiento de este. Los bonos con amortizaciones se pagan de forma progresiva, hasta completar el valor nominal más un interés. Al pagarse de esta manera se reduce el riesgo, al evitar una futura imposibilidad de parte del emisor a no poder pagar el íntegro al final, perdiendo la inversión.

Los bonos cupón cero se caracterizan porque el emisor se compromete a realizar un solo pago al final de vencimiento del bono: el valor nominal¹². Para que ello sea rentable para el inversor el bono se emite a un valor menor al nominal. En estos casos la rentabilidad se mide simplemente entre la diferencia entre el valor nominal del bono y la inversión hecha por debajo del mismo. Los bonos de rédito son similares a los de cupón cero, debido a que el pago total también se realiza al final, la diferencia se encuentra en que con estos sí se entrega una tasa de intereses fija, la cual crece a **interés compuesto** para justificar el pago retrasado. Por ello no es necesario que estos bonos se emitan bajo la par.

Según sus tipos de cupones pueden ser **indexados a la inflación, con tasa flotante o con nota de aumento**.

Los cupones de algunos bonos son indexados a la inflación para proteger al inversor de la depreciación de la moneda con la cual se pagará. En ese sentido, se fija una tasa de interés fija pero el nominal se ajusta a la inflación vigente al momento del pago. Son con tasa flotante cuando están basados en un principal con cupones variables (o “flotantes”) basados en una tasa de referencia más un *spread* determinado por diversos índices determinados por el emisor.

Contienen nota de aumento cuando el cupón “se incrementa a través del tiempo a tasas específicas que han sido estipuladas en el contrato de bono. El incremento puede ocurrir una o más veces durante la vida del mismo” (Martín Mato, 2011, p. 169).

Según sus derivados, de contenerlos, pueden ser de amortización anticipada (cuando el emisor tiene la **opción** de recomprar el bono), convertibles (en acciones), canjeables (por cualquier tipo de activo financiero que haya autorizado la emisora, no solo acciones) o con opción de venta (reventa al emisor en el momento en el que el inversionista lo desee).

IV. ESTRUCTURACIÓN, EMISIÓN, COLOCACIÓN Y MECANISMOS DE SUBASTA EN LAS EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO DE VALORES

Podemos observar diversas etapas en una emisión de obligaciones, la **creación** (o estructuración), la **emisión** propiamente dicha y la **colocación**, la cual se realiza por medio de mecanismos de asignación de valores. Las emisiones de obligaciones se realizan en el **mercado primario** de valores¹³, tanto mediante ofertas públicas como por ofertas privadas.

Una oferta pública de valores mobiliarios es

[L]a invitación que una o más personas naturales y/o jurídicas dirigen al público en general, o a determinado segmento de este, con la finalidad de vender los valores objeto de la oferta a las personas que resulten interesadas en dicha transacción. (Procapitales, 2011, p. 17)

Esta oferta debe estar debidamente difundida en un medio idóneo y debe estar dirigida

¹² El cual es calculado dividiendo el valor total de la emisión de bonos entre la cantidad de bonos emitidos.

¹³ Ello no evita, claro está, que estos bonos se renegocien (desinvierten) en mercados secundarios.

o al público en general o a un segmento del público (Procapitales, 2011, p. 17). Asimismo, los valores ofertados deberán ser inscritos en el Registro Público de Mercado de Valores (RPMV), administrado por la Superintendencia de Mercado de Valores.

Las partes que usualmente intervienen en una oferta pública son: a) el emisor; b) la entidad estructuradora; c) el ofertante, d) las empresas calificadoras de riesgos, e) la entidad colocadora, f) la institución de compensación y liquidación de valores, g) el representante de los obligacionistas y h) los inversionistas.

Las ofertas privadas se definen *a contrario sensu* por la Ley de Mercado de Valores (art. 5) como toda oferta que no se encuentre comprendida en la definición de oferta pública. Asimismo, a) la oferta dirigida solo a inversionistas institucionales, y b) la oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario sea igual o superior a S/ 250 000.00, monto que es actualizado por el índice de precios al por mayor emitido por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI).

Doctrina nacional compara las ventajas y desventajas de ambas modalidades, a saber **tiempo, costo, liquidez y visibilidad** (Salinas Rivas, 1998, p. 72).

Una emisión mediante oferta pública suele tomar mucho más tiempo, debido a que la Ley de Mercado de Valores, en su rol de protección al inversionista, exige más requisitos a fin de cumplir el mismo. La oferta pública también es más costosa, debido a que existen diversos gastos sobre inscripciones, mayores gastos con los intermediarios por sus funciones adicionales y por la necesidad de informar a un público amplio sobre la emisión (Salinas Rivas, 1998, p. 72).

No obstante lo anterior, las ofertas públicas brindan mayor liquidez, la cual es una de las principales razones por la cual se recurre a

las mismas. Las razones son que se aumenta el número de demandantes a ser ofertados los bonos, no solo a inversionistas sino también a inversionistas *retail* y que el mecanismo de negociación utilizado en las ofertas públicas es centralizado (Salinas Rivas, 1998, p. 73). La menor liquidez de los valores emitidos por oferta privada se traduce en un “castigo” en su precio de colocación (Salinas Rivas, 1998, p. 73).

1. Estructuración y emisión

La elaboración del acuerdo de emisión es una facultad de la Junta General de Accionistas, según el artículo 104 de la LGS, pueden realizar una emisión o una serie numerada de estas. En materia de una oferta pública en el marco de la regulación del mercado de valores, cabe recordar que aparte de la Ley General de Sociedades, se debe estar al tanto de la Ley de Mercado de Valores, con sus respectivas resoluciones y reglamentos. Los valores a emitirse por la sociedad deberán ser registrados en el Registro Público de Mercado de Valores de la Superintendencia de Mercado de Valores.

La estructuración comienza con el contrato de emisión. En este se pueden contener cláusulas contractuales de carácter legal, estatutario o voluntario (Gagliuffi Piercechi, 2000, p. 168). Las condiciones legales serán aquellas impuestas por las leyes de competencia, como podrían ser la constitución del sindicato de obligacionistas o la designación del representante de los mismos. Las estatutarias serán las que el estatuto de la sociedad establezca y las voluntarias serán establecidas por la Junta General de Accionistas (Gagliuffi Piercechi, 2000, p. 168). El paso previo a la colocación de las obligaciones es la inscripción en los Registros Públicos de la emisión.

Según Ferrero y Boisset, el contrato de emisión y suscripción de obligaciones es, simultáneamente, un contrato de financiamiento y de inversión. Claro está, de financiamiento

para el emisor y de inversión para el obligacionista (2008, pp. 120 y 121). Es un contrato por adhesión, pues “los obligacionistas que se adhieren al contrato de emisión no se adhieren al contrato de emisión no manifiestan su voluntad para acomodar sus intereses al contenido del mismo” (Ferrero Álvarez-Calderón & Boisset Tizón, 2008, pp. 120 y 121). El contrato es por adhesión con respecto a los obligacionistas, mas no a su representante, pues este participa en la realización del mismo (Ferrero Álvarez-Calderón & Boisset Tizón, 2008, pp. 120 y 121).

A efectos de la estructuración, la sociedad deberá contratar con una **entidad estructuradora**, la cual asesorará a la emisora con el fin de que la estructuración y emisión sean idóneas. La entidad deberá asegurarse de que la sociedad cumpla con todos los requisitos necesarios requeridos por la SMV, de la cual también es responsable, a fin de evitar algún supuesto de responsabilidad civil profesional. La emisión se estructura en un contrato mediante el cual la sociedad emite una oferta en que reconoce una deuda representada por bonos (Ferrero Álvarez-Calderón & Boisset Tizón, 2008, pp. 120 y 121).

Lo siguiente es contratar con dos **empresas calificadoras de riesgos**¹⁴, las cuales tienen la función de categorizar valores. La obligatoriedad

de estas contrataciones tienen su fundamento en la protección al inversionista, principio jurídico del mercado de valores: la entidad estructuradora se asegura de la emisión y la información sean las más propicias con el fin de que el inversionista tenga facilidades para tomar decisiones de inversión. Las empresas calificadoras calificarán dichos bonos en función a la posibilidad de que se pague dicha deuda.

El siguiente intermediario es el sindicato de los obligacionistas, siendo la asamblea su órgano supremo¹⁵.

Sobre el importe de la emisión, cabe mencionar que si bien en el artículo 305 de la LGS se prohíbe que este supere al patrimonio neto de la sociedad, con ciertas excepciones¹⁶, este artículo no es aplicable, pues así fue establecido en el artículo 2 de la Ley N° 29720, Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales. Así:

Artículo 2.- No es de aplicación el límite establecido en el artículo 305 de la Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, en los casos de emisión de obligaciones por oferta pública primaria y en los casos de ofertas privadas a que se refiere el artículo 5 del Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores.

14 Ley de Mercado de Valores, artículo 280.- “Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos (2) clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Asimismo, deberán clasificarse los valores representativos de deuda cuando sean objeto de oferta pública secundaria (...)”.

15 Doctrina nacional enumera las funciones del representante de obligacionistas, a) proteger los intereses de los obligacionistas; b) actuar con la diligencia de un ordenado comerciante; c) deber de reservar (de información); d) ejercer la representación legal del sindicato; e) concurrir al otorgamiento del contrato de emisión; f) designar personas naturales (debido a que el representante es siempre una persona jurídica); g) velar por el cumplimiento del contrato; h) verificar la debida constitución de las garantías; i) firmar los títulos y certificados; j) convocar a la primera asamblea; k) convocar a las demás asambleas; l) requerir asistencia de los administradores; m) presidir la asamblea; n) asistir a la junta de accionistas o socios; o) presentar la información a la Conasev (ahora SMV); p) preparación y presentación del informe de cumplimiento a la SMV; q) intervenir en los sorteos periódicos; r) vigilar el pago de los intereses y del capital; s) supervisión de la conversión de obligaciones en acciones (de ser el caso); t) convocar a junta de accionistas o socios por mora; u) ejecutar las garantías de emisión y; v) el inicio y prosecución de las acciones legales (Gagliuffi Piercechi, 2000, p. 157).

16 Ley General de Sociedades, artículo 305.- “El importe total de las obligaciones, a la fecha de emisión, no podrá ser superior al patrimonio neto de la sociedad, con las siguientes excepciones: 1. Que se haya otorgado garantía específica; o, Que la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado de antemano la sociedad; o, **En los casos especiales que la ley lo permita**” (el resaltado es nuestro).

2. Colocación y mecanismos de subasta

Otro intermediario en este tipo de operaciones es el agente colocador, el cual se encarga de anunciar y vender los valores en el mercado, mediante los diversos métodos para la asignación de valores en el mercado primario, en este caso explicaremos a las subastas holandesas y americanas, estas permiten que haya diversas tasas de rendimiento. En nuestro caso –renta fija– los bonos colocados serán los correspondientes a “las propuestas que estén por debajo del tipo de interés marginal o tipo de interés máximo que el subastador está dispuesto a pagar a los futuros bonistas por la emisión de instrumentos” (Martín Mato, 2011, p. 3).

Hay dos tipos de prorrates para los casos en que se encuentren dificultades para asignar los bonos, el **normal** y el de **menor a mayor** (Martín Mato, 2011, p. 4). En el normal, de haber dos propuestas equivalentes se le asigna a las partes por igual, si existe remanente se le puede asignar a quien ofertó anteriormente. En el prorrato de menor a mayor se le da prioridad a las propuestas con menor cantidad. Una vez que se le asignó la totalidad de valores que se comprometió a comprar, se asignan el resto al otro inversor.

En la **subasta holandesa** “el emisor coloca todos los instrumentos a un determinado precio a una determinada tasa también llamada tasa de corte, con lo que la subasta se resuelve a un único tipo de interés –o precio– para todos los instrumentos”. En estas subastas se mantiene un precio nominal que siempre el mismo para todos los inversores y lo que se disputa es el cupón (intereses).

En la **subasta americana** “se establecen múltiples precios (o tipos de interés), cobrando a cada inversor el precio que estuvo dispuesto a pagar por cada instrumento”. En el caso de los bonos no se suele subastar la tasa de cupón, porque ello implicaría subastar diferentes tipos de bonos con

distintos cupones, aquí se subasta el valor nominal.

V. FINANCIAMIENTO MEDIANTE EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO DE VALORES

¿Cuándo recurrir al **financiamiento externo** mediante **renta fija a largo plazo**, como es el caso de las emisiones de obligaciones? Cabe analizar diversos factores.

Los principales activos en los que invierte una sociedad son a **largo plazo** (dígase propiedad, planta y equipo) y en **capital de trabajo neto** (Brealey, Myers, & Allen, 2015, p. 339). Estas inversiones (“compras”) requieren capital para realizarse. Entendemos, entonces, que requieren de financiamiento (en términos simples, vender activos para conseguir el dinero necesario para sus inversiones). Gran parte del mismo se realiza internamente, sea al momento de construirse la sociedad o mediante posteriores aumentos de capital.

Cuando a una sociedad no le basta con su patrimonio para realizar sus inversiones, se encuentra en **déficit financiero**. La primera opción para normalizarlo sería retener parte de los remanentes de las ganancias de la sociedad y reinvertirlos, ¿y si aun así no se puede cubrir el déficit?, ¿si los accionistas no están dispuestos a reinvertir sus ganancias?, es a partir de aquí que podemos empezar a hablar sobre la necesidad de plantear o no un financiamiento externo; asimismo, se debe determinar entre realizarlo mediante renta fija o renta variable.

Los instrumentos financieros de renta fija se caracterizan porque “ofrecen una rentabilidad determinada o determinable” (Procapitales, 2011, p. 69). Esto es así porque el monto a pagar periódicamente (denominado cupón) está determinado previamente (de existir), así como también es fácil conocer el pago final, pues este suele corresponder al reembolso del prestamos inicial. Los

bonos (y las obligaciones en general), objeto de nuestro estudio, son instrumentos de renta fija, también conocidos como **representativos de deuda**.

Por el contrario, los instrumentos financieros de renta variable son las acciones de la sociedad¹⁷, reciben ese nombre porque su capital no es previamente definido, sino que depende del desempeño económico de la sociedad; es decir, la rentabilidad de las mismas depende de un incremento en el precio futuro de la inversión. Este incremento no es conocido y tan solo es predecible parcialmente. Emitir acciones implicaría que los accionistas de la sociedad perderían parte del control que tienen

sobre la misma, debido a que la propiedad del capital se dispersaría¹⁸.

Con respecto a ello, si analizamos el paradigma del Derecho societario latinoamericano nos encontramos con un problema clave: los socios se muestran reacios a perder su porcentaje de control. Como bien nos recuerda Francisco Reyes Villamizar “tal es el caso de América Latina, donde el alto nivel de concentración de capital implica que el control sea ejercido con exclusividad por los accionistas mayoritarios” (2012, p. 15), podemos observar que en las sociedades latinoamericanas en su mayoría la separación entre administración y propiedad no está tan definida.

TABLA N° 1: CONCENTRACIÓN DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA, 2002

País	Muestra (2002)	% de accionistas principales (2002)	% de los tres principales accionistas (2002)	% de los cinco principales accionistas (2002)
Argentina	15	61 %	82 %	90 %
Brasil	459	51 %	65 %	67 %
Chile	260	55 %	74 %	80 %
Colombia	74	44 %	65 %	73 %
México	27	52 %	73 %	81 %
Perú	175	57 %	78 %	82 %
Promedio	168,3	53 %	73 %	79 %

Fuente: Francisco Reyes Villamizar (2012, p. 17).

En efecto, al 2002, como vemos en la Tabla N° 1, en el Perú, de una muestra de 175 grandes sociedades, se demostró que en ellas —en promedio— los cinco accionistas mayoritarios concentraban el 82 % del capital de la sociedad.

Queda demostrado estadísticamente que, en las sociedades peruanas, la administración no está lo suficientemente separada de

la propiedad de esta, lo que las diferencia del modelo estadounidense, el cual se caracteriza por su gran y líquido mercado de valores. Afirmamos entonces que, en nuestro caso, la mayoría de sociedades optarían por la emisión de instrumentos de deuda.

Conviene ahora definir si la sociedad se financiará externamente a través de deuda a corto, mediano o largo plazo. Lo primero

17 Existen también otros tipos, como podrían ser los ADR y ETF, ajenos a este estudio.

18 Incluso si las acciones emitidas no otorgan derecho a voto estas otorgarían mecanismos indirectos de participaciones a sus propietarios.

que tenemos que tomar en cuenta es que la Ley de Mercado de Valores peruana no distingue entre mediano y largo plazo, por lo que en nuestro ordenamiento jurídico tenemos valores de corto plazo (menores a un año) y de largo plazo (mayores a un año).

Los valores representativos de deuda a corto plazo reconocidos por nuestro ordenamiento jurídico son los papeles comerciales. A largo plazo son los bonos, en cualquiera de sus formas. Sobre cuándo financiarse mediante uno u otro, la doctrina estadounidense considera que

[S]i la compañía simplemente necesita financiar un incremento temporal de inventarios antes de una temporada de fiestas, entonces puede ser de utilidad tomar un préstamo bancario a corto plazo. Pero suponga que el efectivo se necesita para pagar la expansión de una refinería de petróleo. Las instalaciones de la refinería pueden operar más o menos de una manera continua durante 15 o 20 años. En ese caso, sería más apropiado emitir un bono a largo plazo. (Brealey, Myers, & Allen, 2015, p. 348)

Entendemos, entonces, que una sociedad tiene que decidir si realiza un financiamiento a largo o corto plazo, dependiendo tanto de la magnitud de la inversión futura que desean realizar, como de la duración esperada de la misma.

Finalmente se tendrá que determinar si los bonos que se emitan serán convertibles o no. Si recordamos el argumento brindado previamente podemos deducir que la respuesta será la misma: permitir la conversión de los bonos en acciones ocasionaría una dispensación en el capital que haría a los accionistas de la sociedad perder parte de su prima de control, por lo que no es la opción más deseada.

En efecto, si revisamos el anuario de la Superintendencia de Mercado de Valores sobre las emisiones de valores mobiliarios realizadas por el sector privado en el mercado primario en los periodos de 2011 hasta el 2015, notamos que la mayoría de emisiones se realizan mediante bonos, asimismo, que no se han realizado emisiones de acciones en dicho periodo, a saber:

TABLA N° 2: MERCADO PRIMARIO DE VALORES: 2011-2015. POR MONEDA: EN MILES DE SOLES					
I. Oferta pública	2011	2012	2013	2014	2015
Emisiones inscritas por instrumento	7 424 668	9 362 000	8 929 105	7 119 000	9 895 400
A. Acciones	-	-	-	-	-
B. Bonos	5 499 620	8 630 000	6 999 105	5 899 000	7 735 000
- B. De arrendamiento financiero	-	-	200 000	150 000	50 000
- B. Corporativos	5 293 620	6 890 000	3 830 000	5 350 000	6 885 000
- B. Subordinados	140 000	1 740 000	635 000	340 000	-
- B. De titulización	66 000	-	2 334 105	59 000	800 000
C. Instrumentos de corto plazo	870 048	232 000	450 000	320 000	465 400
- Instrumentos de corto plazo	870 048	232 000	450 000	320 000	465 400
D. Certificados de depósito negociables	1 055 000	500 000	1 480 000	900 000	1 695 000

Fuente: Página web de la Superintendencia de Mercado de Valores, Anuario Estadístico del Mercado de Valores 2015.

Como podemos observar en la Tabla N° 2, de un total de 42 730 173 soles en emisiones de valores entre 2011 y 2015, 34 762 275 soles corresponden a bonos corporativos, lo que concuerda con el 81.35 % del total. Los instrumentos de corto plazo, con 2 337 448, representan tan solo un 5.47 %. Como mencionamos, las emisiones de acciones han sido nulas en dicho periodo, por lo que podemos argumentar que nuestro planteamiento fue el correcto.

Así, las emisiones de obligaciones se consolidan como el mecanismo de financiamiento a largo plazo para sociedades (y empresas en general) más recurrido por las mismas, sea por su regulación menos intrusiva con respecto a las acciones, sea por el modelo empresarial latinoamericano, perfectamente identificable en el Perú, según el cual los accionistas de una sociedad buscan evitar perder el control de la misma, incluso si eso implica sacrificar mecanismos atractivos de financiamiento mediante emisiones de acciones.

CONCLUSIONES

El mercado de valores es el espacio físico o virtual de intermediación directa en el cual se realiza la contratación de los denominados **valores mobiliarios**, los cuales no son más que instrumentos financieros que tienen como característica su liquidez, pues de esta depende en gran medida su éxito en el mercado.

Podemos realizar una analogía e identificar al concepto de invertir con el de comprar y al de financiar con el de vender.

En ese sentido, la emisión de obligaciones es un mecanismo cuya finalidad es buscar financiamiento, pues se **venden** promesas de dinero futuro estructuradas en valores de renta fija.

Queda demostrado estadísticamente que los accionistas latinoamericanos son adversos a diluir su control sobre una sociedad,

por lo que, a diferencia de otros modelos como los grandes y líquidos mercados financieros estadounidenses, no se aprecia en el Perú una separación definida entre **control y propiedad**.

Es justamente por ello que el mecanismo preferido por los participantes del mercado de valores peruano, por las ventajas que ofrece su estructura y por la aversión de las sociedades por emitir valores de renta variable, debido a que estas diluyen su participación en el capital de la sociedad, es la emisión de obligaciones.

Referencias

- Banco Central de Reserva del Perú. (2011). *Glosario de términos económicos*. Lima: Banco Central de Reserva de Perú.
- Barreto Quineche, P. (2011). La emisión de instrumentos representativos de deuda. AA.VV., *Compendio de mercado de valores*. Lima: Ediciones legales.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2015). *Principios de las finanzas corporativas* (Décimo primera ed.). Ciudad de México: McGraw-Hill.
- Court, E., & Tarradellas, J. (2010). *Mercado de capitales*. Ciudad de México: Pearson Educación.
- Elías Laroza, E. (2015). *Derecho societario peruano: la Ley General de Sociedades del Perú* (Segunda ed., Vol. II). Lima: Gaceta Jurídica.
- Espinosa Reboa, L., & Trelles de Belaúnde, O. (2015). Desinversiones por fondos de inversión o private equity. I. P. Arbitraje, *Fusiones y adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico.
- Ferrero Álvarez-Calderón, G., & Boisset Tizón, R. (2008). El contrato de emisión y suscripción de obligaciones. AA.VV., *Tratado de Derecho Mercantil*. (Vol. III. Contratos mercantiles y bancarios). Lima: Gaceta Jurídica.
- Gagliuffi Piercechi, I. (2000). Reflexiones sobre el representante de los obligacionistas. *Themos*(40).

- Martín Mato, M. Á. (2011). *Mercado de capitales: una perspectiva global*. Buenos Aires: Cengage Learning.
- Payet, J. A. (1996). Razones para regular el mercado de valores. *Themis*, 93-104.
- Procapitales. (2011). *Manual de mercado de capitales*. Lima: Procapitales.
- Real Academia Española. (2014). *Diccionario de la lengua española* (Vigésimo tercera ed.). Madrid: Espasa.
- Reyes Villamizar, F. (2012). *Análisis económico del Derecho Societario*. Bogotá: Legis.
- Salinas Rivas, S. (1998). El financiamiento empresarial a través de la emisión de valores. ventajas, desventajas y perspectivas. *Themis*(37).
- Torres Méndez, M. (2012). *La contratación en el mercado de valores*. Lima: Grijley.
- Torres Pérez, N. (2009). Contradicciones y paradigmas: reprensando la regulación de las ofertas públicas y privadas a partir del desarrollo del concepto de valor mobiliario en el mercado de valores. *Derecho y sociedad*(32).
- Torres Vega, J. L. (2002). *Emisión de obligaciones en el régimen legal del Perú*. Lima: Fundación M. J. Bustamante de la Fuente.