



Oscar Arrús Bellido<sup>(\*)</sup> y Miluska Jazmin  
Gutiérrez Vega<sup>(\*\*)</sup>

# ¡Yo no fui!: Sobre la responsabilidad de las Entidades Estructuradas en las **Ofertas Públicas de Valores** en el Perú<sup>(\*\*\*)</sup>

## *It wasn't me!: On the Structured Entities' liability in the Public Offers of Securities in Peru*

**Resumen:** El presente artículo busca analizar el tratamiento de la responsabilidad de los distintos actores que participan en una oferta pública de valores mobiliarios en el Perú y las razones económicas de la regulación para la asignación de dicha responsabilidad.

**Palabras claves:** Entidad Estructurada - Mercado de Valores - Oferta Pública - *Due Diligence Defense* - Principio de Transparencia

**Abstract:** This article seeks to analyze the liability regulation of different agents which participate in public offer securities in Peru and the economic reasons for regulation for allocation of that liability.

**Keywords:** Structured Entity - Stock Market - Public Offer - Due Diligence Defense - Principle of Transparency

### 1. Introducción

El mercado de valores resulta muy atractivo para los inversionistas nacionales e internacionales, ya que este se caracteriza por canalizar flujos de fondos desde los agentes superavitarios (oferentes de fondos prestables) hacia los agentes deficitarios (demandantes de fondos prestables), lo cual tiene como consecuencia un mayor nivel de inversión, generando a la vez crecimiento económico y de esta manera, el beneficio de todos los participantes.

---

(\*) Abogado por la Universidad de Lima. Master of Laws (LL.M.) por la American University Law School. Especialista en transacciones financieras, Derecho Societario, Derecho de Mercado de Valores e hidrocarburos. Miembro de la International Bar Association (IBA), Procapitales y el Instituto Nacional de Derecho de Minería, Petróleo y Energía. Socio del Estudio J&A Garrigues Perú S.C.R.L.

(\*\*) Abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Asociada del Estudio J&A Garrigues Perú S.C.R.L. Miembro extraordinaria de la Asociación Civil IUS ET VERITAS.

(\*\*\*) Nota del Editor: El presente artículo fue recibido el 2 de febrero del 2015 y aprobada su publicación el 7 de febrero del mismo año.

**¡Yo no fui!: Sobre la responsabilidad de las Entidades Estructuradas en las Ofertas Públicas de Valores en el Perú**  
***It wasn't me!: On the Structured Entities' liability in the Public Offers of Securities in Peru***

El crecimiento del mercado de valores peruanos se ha visto impulsado por una serie de reformas regulatorias que buscan incentivar (mediante la flexibilización de ciertos requisitos y estructuras) el financiamiento de las empresas mediante esta alternativa. En efecto, en el último año y de acuerdo a las cifras señaladas en los reportes de la SMV, durante el año 2014, el Mercado de Valores de Valores en términos de ofertas públicas, ascendió a US\$3,978 millones, lo que significó una reducción respecto del monto negociado en el año 2013<sup>(1)</sup>.

Algunas veces y conscientes del entorno financiero y bancario en el que se desenvuelven las empresas, obtener financiamiento a través de este mercado resulta más eficiente que recurrir a un crédito bancario local, básicamente por el menor costo financiero que significa emitir un valor mobiliario en el mercado.

En adición a lo señalado en los párrafos anteriores, es relevante tomar en cuenta los términos en los que se negocian las transacciones bancarias privadas y las transacciones del mercado de valores (por ejemplo, la exigencia de informes de clasificación de riesgo, obligaciones de hacer y no hacer, entre otros).

No obstante, este tipo de financiamiento requiere de una preparación previa de la empresa con la finalidad que cumpla con los estándares solicitados por el mercado. Del mismo modo, es necesaria la participación de diversos agentes en el mercado que coadyuvan a que el mercado de valores sea eficiente, tales como la intervención de entidades estructuradoras y entidades colocadoras.

Evidentemente, cada uno de los participantes asume diferentes roles y por ende responde ante los inversionistas que adquieren los valores mobiliarios en función a diversos criterios.

Recientemente, se ha promulgado el Reglamento de Entidades Estructuradoras del Mercado de Valores, aprobado mediante Resolución No. 142-2014-SMV-02 (en adelante, el "Reglamento"), mediante el cual se precisan los requisitos con los que deben cumplir las entidades que se desempeñen

como entidades estructuradoras en ofertas públicas locales. Así, mediante este nuevo cuerpo normativa se desarrollan los acápites de la Ley del Mercado de Valores referentes a la responsabilidad de los participantes en una oferta de valores.

En ese sentido, dada la activa participación de los bancos y diversas entidades financieras, a través de este artículo, pretendemos analizar la regulación de la responsabilidad de uno de los participantes más importantes, las entidades estructuradoras, en el proceso de salida al mercado de una empresa así como la razonabilidad económica que se esconde tras la asignación de la responsabilidad de conformidad con la normativa aplicable y vigente.

## **2. Regulación de Mercado de Valores y Finalidad**

Como lo hemos señalado anteriormente, en algunas ocasiones, el mercado de valores es una alternativa de financiamiento que abarata los costos de las empresas. Sin embargo, dada la intervención de inversionistas (quienes pueden ser personas naturales o personas jurídicas) existe la necesidad de la intervención del Estado para garantizar que este proceso es llevado a cabo de una forma transparente e imparcial.

En efecto, la necesidad de tutela es el fundamento de la regulación del mercado de capitales. No obstante, esta necesidad de protección tiene diversas manifestaciones, entre otros, como la disponibilidad de información a los inversionistas. Este aspecto alude a la forma y al ámbito en que la información es puesta a disposición de los inversionistas. La regla general al respecto

(1) Reporte Mensual del año 2014 de la Superintendencia del Mercado de Valores. Disponible en web: [http://www.smv.gob.pe/Frm\\_RptMensual.aspx?data=2BCE27555D2CC9E798E7AB5F0DD3507E22252404EF](http://www.smv.gob.pe/Frm_RptMensual.aspx?data=2BCE27555D2CC9E798E7AB5F0DD3507E22252404EF). Actualizado el 29 de enero de 2014.



## Oscar Arrús Bellido y Miluska Jazmin Gutiérrez Vega

consiste en que el inversionista debe contar con toda la información relevante del emisor antes de llevar a cabo la inversión. En el caso de las ofertas públicas, lo relevante es la cantidad de información suficiente y la definición de la información relevante.

En esa medida, el rol del Estado, a través de la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, la "SMV"), no es de ningún modo, asegurar la rentabilidad de las inversiones que realicen los inversionistas. Por el contrario, el rol de la SMV es procurar que los inversionistas tomen decisiones de inversión sobre la base de información veraz, suficiente y oportuna respecto de las ventajas y los riesgos del negocio de la empresa emisora de los valores mobiliarios.

En este contexto, la SMV a través de la regulación del mercado de valores, pretende que la información sea proporcionada de forma oportuna, veraz y completa por parte de aquellos participantes en el mercado de valores que se encuentran en mejor posición de otorgarla al mercado.

Para tales efectos, existen diversos principios que rigen la regulación del mercado de valores:

a) Principio de Transparencia: Con la finalidad de tomar decisiones de inversión o desinversión, los inversionistas y potenciales inversionistas deben tener disponibilidad de una amplia información (veraz, suficiente, clara y oportuna) de una determinada empresa, de sus valores y de las operaciones que se realicen. El valor de este principio solo es perceptible sobre la base de un proceso de acopio de información, elaboración y análisis.

En ese sentido y en función a lo que mencionábamos anteriormente, el Principio de Transparencia asegura un volumen y calidad de información similar para todos los inversionistas, lo que se traduce en una correcta formación de precios de los valores negociados en el mercado.

b) Principio de Protección al Inversionista: La aplicación de este principio busca proteger a los inversionistas frente a actuaciones fraudulentas en el mercado, lo que incluye, por ejemplo, brindar información falsa o incorrecta al mercado. En consecuencia, la lógica de este principio es que si se genera confianza en el mercado ingresarán nuevos inversionistas y los precios se formarán de manera

más eficiente en beneficio de todos. Es relevante mencionar que en aplicación de este principio, no se busca que la SMV o la entidad que corresponda tome las decisiones de inversión o proteger a los inversionistas de los riesgos inherentes a la propia inversión.

c) Principio de Igualdad: Ligado íntimamente con los principios arriba mencionados, bajo este principio todos los inversionistas que actúan en el mercado de valores deben ser tratados por igual, sin que ninguno de ellos pueda sacar ventajas respecto de otro, por ejemplo, mediante el uso de información privilegiada.

d) Principio de Imparcialidad: Los intermediarios que actúan en el mercado de valores deben hacerlo con profesionalismo, manteniendo un comportamiento leal, diligente e imparcial frente a sus clientes. Para lograr dicho objetivo, se establecen un conjunto de requisitos para el acceso a la actividad típica de intermediación en el mercado de valores. Los agentes de intermediación deben priorizar, en todo momento, el interés de su cliente.

En consecuencia, los principios antes desarrollados buscan que las decisiones de inversión a ser tomadas por los inversionistas se encuentren enmarcadas en un proceso que les garantice la recepción de un determinado flujo de información así como que el Estado, a través de la SMV, cumpla con su finalidad de generar confianza en los inversionistas y por tanto asegurar una adecuada formación de precios.

Del mismo modo, la regulación busca asignar responsabilidad a las entidades que se encuentren en mejor posición de proporcionar dicha información a los inversionistas. En esa medida, a continuación analizaremos específicamente la asignación

**¡Yo no fui!: Sobre la responsabilidad de las Entidades Estructuradas en las Ofertas Públicas de Valores en el Perú**  
*It wasn't me!: On the Structured Entities' liability in the Public Offers of Securities in Peru*

de responsabilidad a aquellas entidades que se desempeñan como entidades estructuradoras en el marco de ofertas públicas en el Perú.

### **3. Regulación peruana sobre la Responsabilidad de las Entidades Estructuradas**

La regulación sobre la responsabilidad de las entidades estructuradoras se encuentra establecida en el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado mediante Decreto Supremo No. 093-2002-EF (en adelante, la "Ley del Mercado de Valores"), en el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado mediante Resolución CONASEV No. 141-98-EF-94.10 (en adelante, el "ROPP") y en el recientemente publicado Reglamento.

Así, de forma específica, la Ley del Mercado de Valores atribuye responsabilidad de conformidad con lo siguiente:

*"Artículo 56.- El prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas.*

El prospecto informativo debe contener como mínimo lo siguiente:

(...)

d) *Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante*, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor;(…)" (Las cursivas son nuestras).

*"Artículo 60.- Son solidariamente responsables con el emisor u ofertante, frente a los inversionistas, las personas a que se refiere el inciso d) del Artículo 56 por las inexactitudes u omisiones del prospecto respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional"* (Las cursivas son nuestras).

Del mismo modo, el artículo 5 del Reglamento señala expresamente lo siguiente:

**"Artículo 5.- Responsabilidad de las Entidades Estructuradoras**

*Existe responsabilidad solidaria de la entidad estructuradora, su representante y del emisor, así como de su principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas de este último, frente a los inversionistas, por las inexactitudes u omisiones del prospecto informativo respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional.*

Los prospectos informativos de las emisiones deben incluir nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante, en su caso; así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.

Las entidades estructuradoras no asumirán responsabilidad en los casos previstos en el artículo 17 del ROPP".

Por su parte, el artículo 17 del ROPP señala expresamente lo siguiente:

*"Artículo 17.- Responsabilidad por la información revelada en el Prospecto Informativo.*

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

a) *El emisor.-* Es responsable por la información contenida en el prospecto en la forma señalada en el artículo anterior;

b) *Funcionarios del emisor.-* Cada uno de los funcionarios señalados en el Artículo



## Oscar Arrús Bellido y Miluska Jazmin Gutiérrez Vega

56, inciso d) de la Ley tiene como ámbito de competencia la parte o partes del prospecto vinculadas a su función y profesión, en el supuesto que éstas coincidan, caso contrario, a su función. El ámbito de competencia del principal funcionario administrativo se extiende a la totalidad de la información vertida en el prospecto cuya revelación sea responsabilidad del emisor, aunque se encuentre también bajo el ámbito de competencia de los otros funcionarios.

En el caso de entidades públicas nacionales o extranjeras, dicha responsabilidad es asumida por los funcionarios públicos que corresponda en los términos de la legislación aplicable.

La obligación a que se refiere el Artículo 56, inciso d) de la Ley, de suscribir el prospecto, es exigible en la medida que el emisor cuente con el funcionario correspondiente;

c) *El ofertante.*- Es responsable por la información contenida en el prospecto en la forma señalada en artículo anterior;

d) *Funcionarios del ofertante.*- Los funcionarios del ofertante se encuentran sujetos a un régimen de responsabilidad análogo al de los funcionarios del emisor; y,

e) *Entidad Estructuradora.*- La Entidad Estructuradora tiene como ámbito de competencia *la totalidad del contenido del prospecto respecto de la cual sea responsable el emisor y/u ofertante, incluyendo, en su caso, la información incorporada por referencia por el emisor o la comprendida en el prospecto marco.*

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

1. *Haber efectuado una investigación, en el modo que resulte apropiado de acuerdo a las circunstancias, que le lleve a considerar que la información que corresponda al ámbito de su competencia cumple de manera razonable con lo exigido en el Artículo 12; y*

2. *Que, respecto a las ocasiones en que dicha información sea objeto del pronunciamiento de un experto en la materia, o se derive de dicho pronunciamiento, que tales personas carezcan de motivos, de acuerdo a las circunstancias, para considerar que el referido pronunciamiento contraviene lo establecido en el Artículo 12 antes mencionado y/o que dicha información se encuentra en discordancia con lo expresado en el pronunciamiento.*

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

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

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

Los demás aspectos atinentes a la responsabilidad frente a los inversionistas por los daños causados a éstos como consecuencia de una falta de revelación adecuada de información en los términos del Artículo 2, incluyendo la de los expertos

**¡Yo no fui!: Sobre la responsabilidad de las Entidades Estructuradas en las Ofertas Públicas de Valores en el Perú**  
***It wasn't me!: On the Structured Entities' liability in the Public Offers of Securities in Peru***

a que se refiere el presente Artículo, se rigen por las disposiciones del derecho común, atendiendo a la naturaleza de dicha responsabilidad y a las normas que rijan la actividad de la persona que corresponda” (Las cursivas son nuestras).

Existen varias anotaciones al respecto. En primer lugar, la regulación peruana establece solidaridad entre los diversos participantes en una oferta (por ejemplo, emisor, principales funcionarios del emisor, entidad estructuradora) en la responsabilidad por el contenido del prospecto en el marco de una oferta pública. La responsabilidad es por las inexactitudes y omisiones en dicho documento informativo. Es relevante mencionar que dichas omisiones no se encuentran limitadas por la “materialidad” de las mismas, lo que sí ocurre en otras legislaciones, como detallaremos a continuación.

Este primer punto es bastante interesante dado que el Reglamento no solo lo ha definido dentro de los alcances de la responsabilidad de las entidades estructuradoras sino que también lo ha definido como una de sus funciones. Sobre el particular, el referido Reglamento indica:

“Artículo 3.- Definición de entidad estructuradora  
Las entidades estructuradoras son empresas constituidas bajo cualquiera de las formas societarias establecidas en la LGS que participan en el diseño y formulación de ofertas públicas de valores mobiliarios.

*Sus funciones incluyen* el diseño y esquematización de la estructura de la oferta a formularse; la elaboración, conjuntamente con el emisor, y *firma del respectivo prospecto informativo*; y cualquier otra función que, en el marco de la normativa aplicable, haya sido acordada en virtud del contrato de estructuración suscrito entre dichas empresas y el emisor (...)” (Las cursivas son nuestras).

En ese entendido, dado que es una de las funciones suscribir el prospecto informativo, en consecuencia es una de sus funciones asumir responsabilidad por el contenido del mismo. Es una inclusión expresa en la normativa aplicable.

En segundo lugar, y quizás el más importante, la misma regulación establece los mecanismos que pueden ser oponibles a los inversionistas a efectos de no ser considerados responsables ante una posible omisión o inexactitud en el prospecto informativo, principal documento de las ofertas públicas. Al respecto, la normativa peruana ha regulado lo que bajo los términos de la *Securities Act* de 1933<sup>(2)</sup> se ha denominado “*due diligence defense*” o defensa de la debida diligencia.

(2) *Civil Liabilities on Account of False Registration Statement*

“Section 11. (a) In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue— (1) every person who signed the registration statement; (2) every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in, the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted; (3) every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions or partner; (4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him; (5) every underwriter with respect to such security. If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person”.



## Oscar Arrús Bellido y Miluska Jazmin Gutiérrez Vega

Tal como lo explicaremos a continuación, este mecanismo no es más que una herramienta con la que cuentan las entidades estructuradoras para asignar los costos de la revelación de la información de la manera más eficiente posible.

En esa medida, tal mecanismo establece la exención de responsabilidad de la entidad estructuradora y de otros participantes en la oferta en la medida que éstos (i) hayan realizado una investigación razonable y; (ii) de contar con el pronunciamiento de un experto, no existan motivos razonables para dudar que dicho pronunciamiento es contrario a lo que ocurre en la realidad. Llama la atención que el componente de “razonabilidad” es uno que marca los criterios bajo los cuales un estructurador puede eximirse de la responsabilidad legalmente asignada.

Es decir, en un esquema de responsabilidad como el peruano, sería ineficiente y costoso que la entidad estructuradora asuma responsabilidad, pese a haber realizado las investigaciones razonables y diligentes que permitan generar la confianza en los estructuradores que no se está omitiendo o revelando inexactitudes en el prospecto informativo. Ello no generaría más que un desincentivo para que las entidades actúen como estructuradores en las ofertas públicas, lo cual incrementa por otro lado, los costos de las empresas para obtener financiamiento a través del mercado de valores.

### 4. Defensas Legales

En las secciones anteriores hemos podido identificar la regulación en cuanto a los mecanismos de defensa con los que cuentan los estructuradores que participan como tales en las ofertas peruanas. Como lo hemos señalado, este mecanismo es uno también regulado por la legislación americana. Específicamente la Sección 11(b)(3) de la *Securities Act*, recoge la idea de que salvo por el emisor, las personas bajo la Sección 11(a) de la *Securities Act* de 1933 pueden liberarse de responsabilidad si prueban que su actuar fue diligente y que hicieron una adecuada investigación y que no tuvieron causas razonables para dudar que la información contenida en los documentos de inscripción de los valores fuera falsa o engañosa. Esto es lo que se denomina el *due diligence defense*.

Al respecto, es importante distinguir entre dos tipos de defensa subsumidos en el conocido *due diligence defense*:

- a) *Defensa Experta*: Dicha defensa señala que un estructurador que basa parte de su declaración de registro en la autoridad de un experto es eximido de responsabilidad si el estructurador no tiene motivos razonables para creer y efectivamente no creyó que las declaraciones eran falsas o que existía una omisión en revelar un hecho material.

Como consecuencia de la existencia de la defensa experta antes descrita, un estructurador incauto en medio de una transacción rápida puede creer que la dependencia permitida en aquellas partes de la declaración de registro elaboradas por un experto, como son los estados financieros auditados, es incondicional.

Sin embargo, es importante señalar que la defensa experta, sin embargo, es a menudo una trampa tanto como es una defensa afirmativa. Recientes decisiones judiciales en los Estados Unidos de América, destacan que los estructuradores no podrían depender “ciegamente” de los estados financieros auditados u otra información emitida por otros expertos ante la existencia de ciertas advertencias.

- b) *Defensa No Experta*: Dicha defensa señala que un estructurador que basa su declaración de registro en una persona no experta, será eximido de responsabilidad si dicho estructurador tuvo, luego de una investigación razonable, fundamentos razonables para creer y efectivamente creyó que las declaraciones establecidas eran verdaderas y que no se omitió la revelación de un hecho material. En ese sentido, la normativa norteamericana señala que lo que constituye una investigación razonable para creer que una afirmación es cierta es lo que requiere un hombre prudente en el manejo de su propiedad.

**¡Yo no fui!: Sobre la responsabilidad de las Entidades Estructuradas en las Ofertas Públicas de Valores en el Perú**  
***It wasn't me!: On the Structured Entities' liability in the Public Offers of Securities in Peru***

Por lo tanto, la cantidad de investigación varía dependiendo del tipo de emisor y el tipo de valor a ser ofrecido en el mercado. Por ejemplo, es diferente el nivel de investigación de un estructurador respecto de una empresa que recién ingresa al mercado de valores que el de una empresa que tiene diversos valores registrados ante los reguladores correspondientes y que listan en diferentes bolsas de valores. Asimismo, dicha investigación también variará si se trata, por ejemplo, de deuda a largo plazo o a corto plazo, en cuyos casos las proyecciones financieras de las empresas emisores son fundamentales.

## **5. Limitación de Responsabilidad**

En diciembre del año 2005, la *Securities Exchange Commission* (SEC), entidad reguladora del mercado de valores de los Estados Unidos de América, emitió la versión final de la reforma de liberación de las ofertas de valores mobiliarios. Como resultado de dicha reforma, algunas ofertas que en ese entonces requerían de meses para ser concluidas, podrían ser terminadas en algunos días e incluso en algunas horas.

En este contexto, las transacciones exigían que los estructuradores se muevan rápidamente en la realización del *due diligence*, incrementando (evidentemente) el riesgo de dichas entidades al amparo de la Sección 11(a) de la *Securities Act* de 1933.

Dado que la premura en cerrar la transacción no es una defensa válida para los estructuradores y los demás participantes en la oferta, los estructuradores con un breve período de realización de *due diligence* necesitaban implementar los mecanismos adecuados para limitar su responsabilidad. Es así que se plantearon diversos mecanismos para limitar la responsabilidad de las mencionadas entidades<sup>(3)</sup>.

Conforme lo detallaremos en la siguiente sección, la Sección 11(a) de la *Securities Act* de 1933 establece que un estructurador es responsable si cualquier parte de la declaración del registro presentado ante la SEC contiene una declaración falsa sobre un hecho material o se ha omitido un hecho material que debía haber sido revelado a efectos de que la declaración no sea falsa. En tal sentido, a efectos

de que una corte determine la materialidad del hecho que fue omitido, dicha corte no indagará sobre el tiempo con el que contó el estructurador para realizar el *due diligence*, sino si los hechos, tomados en conjunto y en un determinado contexto, podrían engañar o confundir a un inversionista razonable sobre la naturaleza de su inversión.

En esa medida, como se ha desarrollado anteriormente, la regulación americana establece dos defensas afirmativas: (i) la defensa experta y; (ii) la defensa no experta. Las descripciones de las mismas han sido detalladas en los numerales anteriores.

En virtud a lo señalado anteriormente y considerando que la alegación del corto periodo de la transacción no es una defensa válida, es importante que los estructuradores actúen de forma rápida y decisiva a efectos de limitar su potencial exposición y tomar ventaja de las defensas antes descritas ante un escenario negativo en la emisión de los valores. Algunas de las medidas siguientes pueden ayudar a establecer un mecanismo adecuado en este contexto:

- **Monitorear la industria de las empresas:** Como entidad estructuradora, se conocen las industrias en las que las empresas emisoras se desenvuelven. En dicho entendido, es recomendable siempre revisar los nuevos registros que se realizan ante la SMV de empresas del mismo sector, las notas de prensa y reportes de analistas del sector en el que operan las empresas. Es recomendable asistir a reuniones y conferencias relacionadas con la industria.
- **Identificar banderas rojas:** Es importante analizar las prácticas contables agresivas

(3) Véase SJOSTROM, William K. Jr. *Due Diligence Defense under Section 11 of the Securities Act of 1933*. En: *Brandeis Law Journal*. Volumen 549, 2005-2006; p. 549.





Oscar Arrús Bellido y Miluska Jazmin  
Gutiérrez Vega

o inusuales en relación con temas financieros relevantes. Verificar la existencia de diferencias materiales en las políticas contables y financieras de los competidores.

- *Completar la mayor parte del due diligence*: Es relevante enfocarse en aquello que puede ser cumplido de la manera más rápida posible y aquello que proporciona comodidad respecto de los temas más relevantes de la empresa. Es importante tratar de *obtener la mayor cantidad de información pública posible*.
- *Formular preguntas*: Las preguntas difíciles son algunas de las mejores pruebas para la defensa de la debida diligencia. Verifique que las declaraciones de los emisores a través del contacto con sus principales clientes, distribuidores, proveedores y, en algunos casos, sus principales fuentes de liquidez. Organizar llamadas de debida diligencia con los auditores así como con el funcionario principal de la empresa.
- *Hacer seguimiento*: Si la investigación no cubre cualquier información irregular, inmediatamente ponerse en contacto con el emisor, con los auditores independientes o cualquier otra parte involucrada. Por ejemplo, si otros bancos abandonaron una oferta pasada con dicho emisor, es siempre conveniente investigar las razones por las que la transacción no se llevó a cabo.
- *Discutir los estados financieros intermedios con la administración*: Dado que los estados financieros intermedios no son emitidos por expertos, deben ser intensamente discutidos con la administración. Es relevante comparar la información financiera de los competidores del emisor y discutir las tendencias.
- *Obtener cartas de conformidad de los auditores independientes*: Es importante mencionar que contar con cartas de conformidad que acompañan a los estados financieros no auditados no exime al estructurador de su obligación de realizar una investigación razonable. Sin embargo, son un factor en el análisis de la investigación razonable.
- *Conseguir asesores legales*. Los abogados son quienes normalmente realizan el *due diligence*. Debido al volumen de las transacciones, los estructuradores experimentados

pueden tener un profundo conocimiento de las tendencias de la industria y de las expectativas.

- *No confiar absolutamente en el estructurador líder*. En el marco de una oferta estructurada por varias entidades, es recomendable que cada estructurador establezca su defensa de debida diligencia, sin perjuicio de los mecanismos compartidos de los que pueden hacer uso (por ejemplo, la solicitud de un reporte de *due diligence* a los asesores legales). Una revisión independiente, aunque limitada en su alcance, puede proporcionar una protección significativa a los co-estructuradores.

Tal como lo mencionamos, la clave para limitar o evitar incurrir en responsabilidad es actuar de forma rápida y decisiva. En dicho sentido, es importante hacer uso de todos los mecanismos posibles que limiten la responsabilidad de los estructuradores.

## **6. Razonabilidad Económica de la Responsabilidad de las Entidades Estructuradas**

Habiendo analizado la regulación peruana y diversas otras regulaciones de acuerdo a lo detallado en las secciones siguientes del presente artículo, es interesante formularnos la pregunta ¿Qué existe detrás de una regulación como la mayoritaria, esto es, que la entidad estructuradora asuma responsabilidad por el contenido del prospecto informativo? ¿Cuál es la base en la descansa una premisa como esta? Trataremos de ensayar algunas posibles respuestas a estas interrogantes.

Como lo hemos indicado, el rol de una entidad estructuradora es ser un canalizador de la información material del emisor y de la forma en la que se presenta al mercado. Del mismo modo, como proponente de la estructura

**¡Yo no fui!: Sobre la responsabilidad de las Entidades Estructuradas en las Ofertas Públicas de Valores en el Perú**  
***It wasn't me!: On the Structured Entities' liability in the Public Offers of Securities in Peru***

financiera correspondiente, el estructurador tiene un nivel (o debería tenerlo) de conocimiento de su cliente que le permite determinar cuál es la mejor manera de presentar dicha información al mercado.

Es por ello que en base a la investigación razonable que realiza, selecciona, a través de diversos asesores que utiliza en el proceso, la información material y la difunde. En esa medida y encontrándose en una posición privilegiada respecto del conocimiento del emisor es que la normativa aplicable busca atribuirle responsabilidad sobre el contenido y la veracidad de dicha información. En esa medida, podemos considerar que existe una razón económica al atribuir dicha responsabilidad al estructurador: dicha asignación disminuye los costos de búsqueda de información de los inversionistas y al mismo tiempo genera los incentivos necesarios para que los estructuradores realicen una investigación razonable dentro de los estándares de diligencia que maneja el mercado. En ese contexto, la SMV garantiza el cumplimiento de los principios descritos al inicio de este artículo.

Al respecto, modelos anteriores abordaron la cuestión sobre si al imponer responsabilidad a los estructuradores se estaría ignorando la conducta estratégica del mismo y, por el contrario, la regulación se estaría centrando en otras actividades del mercado y agentes del mercado examinando los costos de operación del mecanismo utilizado para distribuir los valores mobiliarios en el mercado. Así, existen algunos autores que justifican imponer responsabilidad en el estructurador, mientras otros concluyen que imponer responsabilidad no está justificado.

Por un lado, un modelo presentado indica que una regulación que imponga responsabilidad en los estructuradores juega un rol crucial en solucionar los problemas de las acciones ocultas por parte del estructurador, en que el grado de esfuerzo que el estructurador hace en la realización del *due diligence* no se revela en el mercado secundario sin el apoyo de la regulación. Mientras que otro modelo sugiere que el estructurador actúa estratégicamente en preparar el precio de oferta y en adjudicar valores a los inversionistas, por lo que la regulación juega un rol central en reducir costos relacionados con la oferta.

Utilizar los dos modelos para ilustrar la conducta estratégica del estructurador permite un enfoque en otro aspecto del procedimiento de oferta y permite examinar los principales

procedimientos usados por estructuradores para distribuir los valores mobiliarios en el mercado.

El primer modelo descrito responde dos preguntas fundamentales: (i) ¿por qué contratar basado en la reputación del estructurador únicamente no es suficiente para solucionar el problema de la asimetría de la información?, y (ii) ¿cómo una regulación que responsabilice al estructurador soluciona este problema? La respuesta a la primera cuestión es que sin una regulación que responsabilice al estructurador, los inversionistas no podrán saber cuánto esfuerzo el estructurador ha ejercido en la realización del *due diligence*. Los inversionistas no pueden revisar la totalidad de información que analizan los estructuradores, por lo que no están en posición de juzgar, basados únicamente en el desempeño de los valores, si una caída en el precio de los valores mobiliarios se debe a causas no relacionadas (como un fracaso en los negocios por la empresa) o por una divulgación inadecuada por parte de la empresa o de los estructuradores.

Con respecto al objetivo de la ley de distribuir daños y riesgos (*risk-spreading*), la discusión se centra en una cuestión: si imponer responsabilidad en el estructurador puede llevar a incrementar la eficiencia en la forma que el sistema distribuye el riesgo de mercado. Este análisis indica un número de argumentos que justifican imponer responsabilidad al estructurador que se basan en costos del mercado. Hay ventajas para la regulación que impone responsabilidad al estructurador que derivan de que el estructurador es el asegurador menos costoso (*least expensive insurer*), particularmente en distribuir riesgos sistémicos.

Parece que los riesgos sistémicos y los riesgos específicos en el prospecto informativo no pueden ser completamente separados. En esa



## Oscar Arrús Bellido y Miluska Jazmin Gutiérrez Vega

situación, solo el estructurador tiene el *know-how* profesional, información y economías de escala necesarias para hacer la separación eficiente y distribuir los riesgos óptimamente. Esta justificación contradice el argumento surgido en la mayoría de la literatura de que hay una justificación para renunciar a la responsabilidad del estructurador porque es ineficiente para los inversionistas pagar una prima de seguro por riesgos específicos asociada con los valores ofrecidos.

En conclusión, consideramos que imponer responsabilidad a los estructuradores es un modelo adecuado de acción porque reduce efectivamente los costos de operación del estructurador y ello puede traducirse en bienestar económico para las entidades que participan en el mercado de valores.

### 7. Legislación Comparada<sup>(4)</sup>

Habiendo estudiado la regulación peruana y analizado las figuras que se han tomado de la legislación americana, consideramos pertinente mostrar la regulación establecida para el régimen de responsabilidad de las entidades estructuradoras en el mercado de valores en otras jurisdicciones. En ese sentido, hemos escogido legislaciones de la región y otras a efectos de determinar la tendencia regulatoria en este aspecto:

#### 7.1. Argentina<sup>(5)</sup>

De conformidad con la Ley de Mercado de Valores de Argentina, los emisores privados, solidariamente con los miembros del directorio y, de acuerdo a las materias de su especialidad y revisión, el Comité de Supervisión y los firmantes del prospecto o los prospectos complementarios, son responsables por toda la información incluida en el prospecto o en los prospectos suplementarios. Los agentes colocadores que participan en las ofertas como organizadores o compradores iniciales en ofertas primarias deben diligentemente revisar la información incluida en el prospecto o en los prospectos suplementarios. Los expertos o terceros que emiten una opinión respecto

de ciertas secciones del prospecto o de los prospectos suplementarios serán únicamente responsables por la información contenida en dichas secciones.

#### 7.2. Alemania<sup>(6)</sup>

Los emisores, oferentes y cualquier otra persona responsable de la emisión de un prospecto de conformidad con lo señalado en la Ley del Prospecto de Valores (*Securities Prospectus Act*) serán responsables solidarios por el contenido del prospecto en caso de cualquier incorrección u omisión material en el prospecto. La responsabilidad se aplica si, en el caso de valores adquiridos dentro de seis meses después del comienzo de la negociación o después del final de la oferta pública, el precio de los valores cae por debajo del precio de adquisición más bajo o el primer precio listado (según sea el caso). Entre otras cosas, la persona responsable tiene una defensa contra dicha responsabilidad si demuestra que no conocía la incorrección u omisión material y que la falta de conocimiento no se basaba en una negligencia grave.

Cabe resaltar que los emisores u oferentes pueden ser responsables por documentos preparados para ofertas privadas, sobre la base de la existencia de responsabilidad cuasicontractual derivada del mencionado prospecto.

Es interesante mencionar que la responsabilidad varía dependiendo de si se trata de una oferta de instrumentos de deuda o de instrumentos patrimoniales.

(4) En: <https://gettingthedealthrough.com/compare/results/>. Actualizado el 25 de enero de 2015.

(5) En: <https://gettingthedealthrough.com/compare/results/>. Respuesta contribuida por CHESTER, Andrés, Hugo BRUZONE y José BAZÁN, de Bruchou, Fernández Madero & Lombardi. Actualizado el 25 de enero de 2015.

(6) En: <https://gettingthedealthrough.com/compare/results/>. Respuesta contribuida por MÜLLER, Felix y Gabriele APFELBACHER, de Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP- Actualizado el 25 de enero de 2015.

(7) En: <https://gettingthedealthrough.com/compare/results/>. Respuesta contribuida por Duncan McGrath y Rachael Bassil of Gilbert + Tobin. Actualizado el 25 de enero de 2015.

**¡Yo no fui!: Sobre la responsabilidad de las Entidades Estructuradas en las Ofertas Públicas de Valores en el Perú**  
***It wasn't me!: On the Structured Entities' liability in the Public Offers of Securities in Peru***

### **7.3. Australia<sup>(7)</sup>**

En caso el emisor publique un memorando de información o cualquier otro documento de la oferta que no requiera cumplir con las especificaciones de revelación establecidas en la Ley de Sociedades, y por ende no esté sujeto al régimen de responsabilidad<sup>(8)</sup>, está sujeto a un régimen básico de responsabilidad, lo que implica que el emisor no debe involucrarse en alguna conducta que sea engañosa o que induzca a error. La Ley de Sociedades prevé responsabilidad proporcional por conducta errónea y engañosa. Una persona que sufre una pérdida o daño como resultado de las declaraciones falsas o engañosas de otras personas, por la conducta deshonestas; por la conducta engañosa y engañosa, puede recuperar el importe de la pérdida o daño a través del ejercicio de las acciones legales que correspondan contra la otra persona o contra cualquier persona involucrada en la infracción.

### **7.4. Brasil<sup>(9)</sup>**

Las principales bases de responsabilidad en las transacciones de valores son las disposiciones del Reglamento 400 que establecen la responsabilidad del emisor, los compradores iniciales y sus respectivos directores para inexactitudes y omisiones materiales en los documentos de la oferta. El comprador inicial o estructurador líder de la oferta es

principalmente responsable por los daños ocasionados a los inversores como resultado de inexactitudes y omisiones materiales en los documentos de la oferta. Es importante mencionar que un estructurador o comprador inicial puede ser solamente responsabilizado por un inversor por falta de diligencia en el desempeño de su obligación de garantizar que los documentos de oferta se encuentren libres de omisiones y errores materiales. El emisor y los accionistas controladores, sin embargo, son plenamente responsables de cualquier materiales inexactitudes y omisiones. Cualquier vendedor no controle sólo es responsable si logran actuar diligentemente para asegurar que los documentos de oferta son libres de omisiones y errores materiales.

### **7.5. Estados Unidos de América<sup>(10)</sup>**

Las leyes federales del mercado de valores de los Estados Unidos, generalmente se centran en la exactitud material e integridad de divulgación al momento de ofrecer valores al mercado.

(8) El documento de la oferta (prospecto) para una oferta pública es normalmente preparado por los asesores del emisor. Los colocadores, los compradores iniciales o los estructuradores y sus respectivos asesores proporcionarán también información que alimente el prospecto. Los emisores generalmente llevan a cabo una verificación detallada y un proceso de *due diligence*, junto con sus asesores externos, respecto del contenido del documento de oferta con el fin de minimizar la potencial responsabilidad derivada de una declaración errónea, o de una omisión en dicho documento.

Cuando se requiere de un documento que revele la información del emisor para la oferta de los valores, la Ley de Sociedades señala que una persona no puede ofrecer valores mobiliarios al amparo de un documento informativo si existe: (i) una declaración falsa o engañosa en el documento; (ii) una omisión en la presentación de información requerida bajo la Ley de Sociedades; o, (iii) una nueva circunstancia que ha surgido desde la fecha en que el documento fue presentado con la entidad reguladora correspondiente y habría sido necesaria para ser incluida en el referido documento.

Además, se considera que una persona ha hecho una declaración engañosa sobre un evento futuro si no tienen motivos razonables para hacer la declaración.

Si una oferta contraviene los requisitos anteriores y una persona sufre pérdidas o daños, dichas pérdidas pueden ser recuperadas de todas las personas que resulten responsables, lo que incluye al emisor, cada director del emisor, la persona nombrada en el documento como un director y un comprador inicial incluido en el prospecto. Estas personas son responsables de una contravención, incluso si la persona no cometió y no estuvo involucrada en la infracción.

Existen defensas que pueden ser alegadas por dichas personas incluyendo el *due diligence defense*.

(9) En: <https://gettingthedealthrough.com/compare/results/>. Answer contributed by Marina Anselmo Schneider of Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados. Actualizado el 25 de enero de 2015.

(10) En: <https://gettingthedealthrough.com/compare/results/>. Answer contributed by Adam E Fleisher, Daseul Kim and David Lopez of Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. Actualizado el 25 de enero de 2015.



## Oscar Arrús Bellido y Miluska Jazmin Gutiérrez Vega

En el caso de las ofertas públicas, se crea responsabilidad potencial para el emisor, los directores y funcionarios que firman la declaración de registro, el auditor y cualquier comprador inicial de los valores mobiliarios, por las inexactitudes u omisiones materiales en la declaración de registro y el prospecto relacionado con la misma. El emisor es estrictamente responsable, mientras que otros participantes tienen el beneficio de una debida defensa de diligencia (*due diligence defense*), que generalmente los protege de dicha responsabilidad si puedan demostrar que, tras una indagación razonable, tenían motivos razonables para creer y efectivamente creyeron, en la exactitud de la divulgación de la referida información.

En una oferta pública, se atribuye la responsabilidad a cualquier persona que ofrece o vende un valor mobiliario a través de un documento o una comunicación oral que contiene una inexactitud u omisión o material.

Los emisores y otros también pueden enfrentar responsabilidad en relación con las compras y ventas de valores, ya sean ofrecidos de forma pública o privada. Es importante destacar que es más difícil recuperarse bajo estas disposiciones que bajo las disposiciones antes indicadas, entre otras cosas, porque es necesario demostrar que el imputado actuó imprudentemente o intencionalmente. Del mismo modo, esta disposición se aplica no sólo a los documentos presentados ante la *Securities Exchange Commission* (SEC), sino también a cualquier información del emisor que sea de conocimiento del público.

Luego de haber analizado las legislaciones de otras jurisdicciones, podemos afirmar que el estándar es bastante similar, al menos en países de la región como Argentina y Brasil. Llama la atención la inclusión de criterios objetivos relacionados a la formación y caída del precio de valores en jurisdicciones como la alemana. Del mismo modo, y a diferencia de las demás jurisdicciones, la legislación americana extiende los supuestos de responsabilidad incluso a operaciones que se realicen de forma privada y por información no únicamente revelada en el prospecto sino en general a cualquier información de conocimiento público.

### 8. Conclusiones

- El centro de la regulación del mercado de valores recae en el principio de transparencia, el mismo que garantiza


que los inversionistas y potenciales inversionistas tengan disponibilidad de una amplia información (veraz, suficiente, clara y oportuna) de una determinada empresa, de sus valores, de las operaciones que se realicen.

- Dichos principios buscan a su vez que la información sea revelada por quien se encuentra en mejor posición para proporcionarla al mercado.
- La legislación peruana señala que existe solidaridad en la responsabilidad por el contenido del prospecto en el marco de una oferta pública. La responsabilidad se asigna por las inexactitudes y omisiones en dicho documento informativo. Del mismo modo, dicha regulación establece los mecanismos que pueden ser oponibles a los inversionistas a efectos de no ser considerados responsables ante una posible omisión o inexactitud en el prospecto informativo, principal documento de las ofertas públicas. El mecanismo regulado por la legislación peruana es el denominado "*due diligence defense*".
- Al amparo del "*due diligence defense*", los estructuradores pueden liberarse de responsabilidad si prueban que su actuar fue diligente y que hicieron una adecuada investigación y que no tuvieron causas razonables para dudar que la información contenida en los documentos de inscripción de los valores fuera falsa o engañosa.
- Consideramos que existen razones económicas que justifican también la atribución de responsabilidad a las entidades estructuradoras. Dicha asignación disminuye los costos de búsqueda de información de los inversionistas y al mismo tiempo genera los incentivos necesarios para que los

**¡Yo no fui!: Sobre la responsabilidad de las Entidades Estructuradas en las Ofertas Públicas de Valores en el Perú**  
***It wasn't me!: On the Structured Entities' liability in the Public Offers of Securities in Peru***

estructuradores realicen una investigación razonable dentro de los estándares de diligencia que maneja el mercado.

- Finalmente, luego de haber analizado las legislaciones de otras jurisdicciones, podemos afirmar que el estándar es bastante similar, al menos en países de la región como Argentina y Brasil.

Llama la atención la inclusión de criterios objetivos relacionados a la formación y caída del precio de valores en jurisdicciones como la alemana. Del mismo modo, y a diferencia de las demás jurisdicciones, la legislación americana extiende los supuestos de responsabilidad incluso a operaciones que se realicen de forma privada y por información no únicamente revelada en el prospecto sino en general a cualquier información de conocimiento público. 

**RODRIGO,  
ELIAS  
& MEDRANO**  
ABOGADOS