

En los últimos meses, la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV ha venido recibiendo diversas consultas relacionadas con las condiciones necesarias para determinar cuándo una oferta de valores califica como pública o privada. Ello nos ha llevado a optar por difundir el documento informativo adjunto que desarrolla los criterios contenidos en las normas aplicables, que debe tenerse en cuenta para dicha determinación, el mismo que se pone a disposición del público.

Dicho documento informativo debe servir como guía referencial, considerándose que la determinación final de si una oferta de valores es pública o privada debe realizarse atendiendo a las características y particularidades de cada oferta, por lo que no puede asumirse que la determinación de si una oferta califica como pública o privada se circunscribe sólo a la aplicación del citado documento.

## **DOCUMENTO INFORMATIVO SMV**

### **ELEMENTOS CONSTITUTIVOS DE LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES**

#### **1. Definición de oferta privada y oferta pública de valores**

La calificación de una oferta de valores mobiliarios como pública o privada constituye una materia angular en la regulación del mercado de valores, debido a que determina la aplicación de dicha regulación sectorial (mercado de valores) o si, por el contrario, la oferta estará sujeta, exclusivamente, a las normas de derecho privado.

Con relación a la definición de oferta pública y oferta privada de valores, la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861 y sus normas modificatorias (en adelante, LMV), ha optado por una definición inicial de la primera, y por una definición residual de la segunda. En ese sentido, el artículo 4 de la LMV define a la oferta pública de valores mobiliarios de la siguiente manera:

#### ***“Artículo 4.- Oferta Pública***

*Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.”*

Por su parte, el artículo 5 de la LMV define de la siguiente manera a la oferta privada de valores mobiliarios:

#### ***“Artículo 5. Oferta privada***

*Es privada la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el artículo anterior. Sin perjuicio de ello, se consideran ofertas privadas las siguientes:*

*a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores.*

*b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a doscientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 250 000,00). En este caso, los valores no pueden ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.*

*c) Aquellas que establezca Conasev.”*

Es importante tener en cuenta que si bien el artículo 5 de la LMV define a la oferta privada de valores como aquella “no comprendida” en la definición de la oferta pública de valores, sí establece dos supuestos en los cuales se considera fuera de todo cuestionamiento que una oferta de valores califica como privada. Estos “puertos seguros” establecidos por el artículo 5 de LMV antes señalada, están referidas a (i) ofertas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales y (ii) ofertas cuyo valor

nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a S/ 250 000,00<sup>1</sup>. A la fecha, la SMV no ha establecido, mediante disposición de carácter general, otros supuestos de ofertas de valores que sean consideradas como privadas.

## 2. Elementos de la oferta pública de valores y sus alcances

Debe tenerse en cuenta que la definición de oferta pública de valores contenida en el artículo 4 de la LMV presenta diversos conceptos que requieren de mayor determinación, como el alcance de los términos “invitación”, “adecuadamente difundida”, “segmento del público”, entre otros. En ese sentido, el artículo 6 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10 (en adelante, el “ROPPV”), complementa dicha definición, dotando de mayor contenido a dichos conceptos y estableciendo reglas importantes para la determinación de una oferta de valores como pública:

### **“Artículo 6.- ALCANCE DEL TÉRMINO "OFERTA PÚBLICA"**

*Para efectos de la aplicación de la regla general contenida en el artículo 4º, el texto del artículo 4º de la Ley, referido a la oferta pública de valores mobiliarios, tiene el alcance que se señala a continuación:*

*a) Invitación.- Se considera invitación a toda aquella manifestación de voluntad que se efectúa de modo directo o a través de terceros, tenga ésta el carácter de invitación a ofrecer, simple oferta, promesa unilateral u otra que tenga por objeto efectuar o recibir propuestas vinculadas a lo señalado en el inciso e);*

*b) Adecuadamente difundida.- La invitación es adecuadamente difundida cuando se dirige a sus destinatarios, de manera individual o conjunta, simultánea o sucesiva, a través de cualquier medio, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que permita la tecnología, que resulte idóneo para dar a conocer el contenido de la misma a su destinatario.*

*Se incluye asimismo la utilización de los servicios de las bolsas de valores o de las entidades encargadas de la conducción de mecanismos centralizados de negociación;*

*c) Público en general.- El público en general está conformado por el conjunto de personas indeterminadas, nacionales o extranjeras, que sean potenciales inversionistas en el territorio nacional;*

*d) Segmento del público.- Se considera segmento del público al conjunto de personas determinadas o no que, de acuerdo a las circunstancias, requieren de la tutela a que se refiere el Artículo 2, cuando su número sea tal que involucre el interés público. Se considera que se requiere dicha tutela cuando, en orden a la posibilidad de acceso a información relevante por dichas personas y/o a que ésta sea procesada por ellas, encuentren dificultades para adoptar una decisión libre e informada respecto a la invitación efectuada.*

---

<sup>1</sup> A septiembre de 2019, el valor actualizado de dicho valor unitario mínimo es de S/ 499 082,5.

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

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

*e) Acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores mobiliarios.- Comprende al relativo a la creación o enajenación de derechos patrimoniales referidos a dichos valores, incluyendo al derecho u opción de suscripción o adquisición.*

*Dicho acto jurídico, cualesquiera sean las características del mismo, debe tener la naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquirente.*

*Cuando los derechos a que se refiere el inciso e) tengan la condición de valores mobiliarios, la oferta pública de los mismos se considera también una oferta pública de los valores respecto a los cuales versan sus derechos, debiéndose cumplir lo dispuesto en el presente Reglamento respecto de ambos valores. En tal supuesto, se deberá registrar y utilizar un prospecto informativo común.”*

#### **a) Invitación**

Conforme se señala en la Exposición de Motivos del ROPPV (en adelante, “Exposición de Motivos”), la invitación es “*la declaración que hace el ofertante de su propuesta*”. A través de dicha declaración el ofertante exterioriza su voluntad al público en general o a un segmento de éste, según corresponda, de efectuar o recibir propuestas vinculadas con la colocación o disposición de valores mobiliarios.

Dicha declaración de voluntad puede realizarse directamente por el ofertante o éste puede valerse de terceros para hacer de conocimiento la misma, como por ejemplo en el caso de agentes de intermediación que desempeñen la función de agentes colocadores en una oferta pública primaria.

Debe tenerse en cuenta que la invitación del ofertante, realizada directamente y/o por medio de terceros, podrá ser recepticia en caso de que se dirija a un público determinado de personas o no recepticia en caso de que se dirija al público en general o a un segmento de personas no determinadas (por ejemplo, una oferta dirigida únicamente a profesores universitarios en general).

Conforme se señala en el inciso a) del artículo 6 del ROPPV, la invitación dirigida por el ofertante puede tener el carácter de invitación a ofrecer, simple oferta, promesa unilateral u otra que tenga por objeto efectuar o recibir propuestas vinculadas a la colocación o disposición de valores.

#### **b) Adecuadamente difundida**

La difusión adecuada de la oferta no implica necesariamente el uso de medios masivos de difusión para la misma, sino que los medios que se utilicen para su comunicación

resulten apropiados para hacer llegar la misma a sus destinatarios finales. En ese sentido, en la Exposición de Motivos se señala que *“una adecuada difusión de la invitación ocurre cuando ésta es transmitida por un medio idóneo para que sea recibida por su destinatario, no importando si se trata o no de medios masivos de difusión.”*

Conforme a lo anterior, los medios de comunicación señalados en el primer párrafo del inciso b) del artículo 6 del ROPPV como diarios, revistas, radio, televisión, correos, entre otros, solo tienen carácter enunciativo, siendo lo relevante que el medio de comunicación que se utilice permita de manera apropiada que la oferta llegue al destinatario correspondiente, sea de manera individual (por ejemplo, cuando se dirija a personas concretas) o de manera conjunta (cuando, por ejemplo, se dirija al público en general).

Es importante tener en cuenta que el segundo párrafo del inciso b) del artículo 6 del ROPPV reconoce como medios de difusión de la oferta a los servicios brindados por las bolsas de valores o las entidades encargadas de la conducción de mecanismos centralizados de negociación. Al respecto, el sistema electrónico utilizado por la Bolsa de Valores de Lima para la negociación en rueda de bolsa, constituye un medio adecuado para la difusión de las ofertas que se realicen en dicho mecanismo centralizado de negociación.

**c) Público en general, segmento del público y necesidad de tutela**

El destinatario de la oferta constituye un elemento central para determinar la calidad de pública o privada de una oferta de valores, pues permite conocer si existe o no una necesidad de tutela que precise de la intervención de la SMV y de la regulación del mercado de valores.

El público en general se encuentra comprendido por el conjunto de personas indeterminadas, nacionales o extranjeras, que sean potenciales inversionistas en el territorio nacional, sin importar si las mismas se encuentren o no domiciliadas en el país. Por lo general, las ofertas públicas primarias de valores se encuentran dirigidas al público en general, por cuanto la intención prioritaria del ofertante es obtener financiamiento en el territorio nacional de cualquier persona que pueda brindárselo.

En las ofertas de valores dirigidas al público en general la existencia de una necesidad de tutela tiene pleno sustento, por cuanto cualquier persona en el territorio nacional, independientemente de su formación, patrimonio o conocimiento, podría participar de la misma como inversor, por lo que resulta necesario la aplicación de la normativa del mercado de valores, a efectos de permitir un flujo adecuado de revelación de información y de transparencia en el desarrollo de dicha oferta de valores.

Por otro lado, las ofertas dirigidas a un segmento del público en particular constituyen la mayor parte de “zonas grises” en la determinación como pública o privada de una oferta de valores. El primer párrafo del inciso d) del artículo 6 del ROPPV señala que se considera como segmento del público al conjunto de personas determinadas o no que, de acuerdo con las circunstancias, requieran de tutela, siempre que su número sea tal que involucre el interés público. En ese sentido, para efectos de determinar si la oferta es pública o no por dirigirse a un segmento del público, no resulta relevante que las personas de dicho segmento estén identificadas o no, sino que: (i) requieran de tutela y (ii) su número involucre el interés público.

En relación con la necesidad de tutela, el inciso b) del artículo 6 del ROPPV señala que se requerirá de la misma, cuando en orden a la posibilidad de acceso a información relevante por dichas personas y/o a que ésta sea procesada por ellas, encuentren dificultades para adoptar una decisión libre e informada respecto a la invitación efectuada.

Asimismo, el segundo párrafo del inciso b) del artículo 6 del ROPPV señala que, para efectos de su calificación como segmento del público, se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público, y se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada. Es importante señalar que si bien el ROPPV ha establecido un parámetro cuantitativo para determinar si el número de destinatarios a los que se dirige una oferta involucra el interés público, éste sólo tiene la naturaleza de una presunción "*iusuris tantum*", por cuanto admite prueba en contrario.

En dicha línea, es importante señalar que en la Resolución del Tribunal Administrativo N° 124-2003-EF/94.12 se indicó que "(...) *no significa que si el número de destinatarios es inferior a 100, la autoridad administrativa deje de determinar, cuando corresponda para cada caso, la necesidad de esa tutela cuando se presente cualquiera de los siguientes factores: la necesidad de corregir una situación de dificultad de acceso a la información o de procesamiento de la misma.*"

No obstante que la presunción antes señalada tiene carácter relativo, sí tiene consecuencias directas en relación con la carga de la prueba para determinar si la oferta se dirige a un segmento del público con necesidad de tutela o no. En ese sentido, si los destinatarios de la oferta son 100 personas o más, se presume que la misma involucra el interés público y que dichas personas requieren de necesidad de tutela, recayendo la prueba en contrario de cargo del interesado que alegue lo opuesto. Asimismo, si los destinatarios de la oferta son menores a 100 personas, la normativa asume que en principio no existe un interés público que tutelar, no obstante éste podría ser invocada en cuyo caso debería analizarse si pese a ser un universo de destinatarios menor a cien, existen fundamentos razonables que hagan necesaria la tutela a la que hace referencia el artículo 2 del ROPPV.

Los participantes del mercado de valores, indistintamente de su intervención en el segmento privado o público, deben tener en cuenta que la SMV, en ejercicio de las facultades que le han sido delegadas para la protección de los inversionistas en el territorio nacional, puede solicitar información relacionada con una oferta de valores que le ayude a determinar si la misma califica como pública o privada, sin perjuicio de reconocer que la regulación contenida en la LMV y en la normativa complementaria no resulta aplicable a las ofertas de valores que califiquen efectivamente como privadas.

Para mayor ilustración en relación con la determinación de la necesidad de tutela en una oferta de valores dirigida a un segmento del público, es importante hacer de conocimiento que mediante la absolución de consultas legales, se ha podido establecer parámetros generales para la determinación como pública o privada de una oferta de valores dirigida exclusivamente a los trabajadores del propio emisor, los cuales se presentan en la parte final del presente documento.

#### d) Acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores

La invitación dirigida por el ofertante al público en general o a un segmento de este debe estar relacionada con la realización de un acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores. Dicho acto jurídico puede implicar la creación de derechos patrimoniales sobre valores (por ejemplo, en el caso de una oferta pública primaria) o la enajenación de dichos derechos (por ejemplo, en el caso de una oferta pública de venta). Asimismo, se incluye, dentro del mismo, al derecho u opción de suscripción o adquisición de valores, como por ejemplo, en la negociación de certificados de suscripción preferente, de conformidad con lo establecido en el artículo 105 de la LMV.

El acto jurídico antes referido, cualesquiera sean las características del mismo, debe tener la naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquirente, conforme a lo establecido en el segundo párrafo del inciso e) del artículo 6 del ROPPV. En relación con este punto, la Exposición de Motivos señala que el *“(...) acto jurídico que, de ser aceptado por el destinatario, debe consistir en un acto de inversión, es aquel en el cual la persona entrega recursos con la intención de obtener un beneficio patrimonial, lo que deja de lado los actos de liberalidad (...)”*

Debe tenerse en cuenta que el acto jurídico antes referido para constituirse como un acto de inversión no necesariamente debe implicar la entrega de recursos dinerarios para la suscripción o adquisición de los valores o de los derechos sobre éstos, por cuanto dichos recursos pueden ya estar en posesión del ofertante con anterioridad a la realización de la oferta de valores. Al respecto, en pronunciamientos emitidos por el Tribunal Administrativo de la entonces CONASEV, se señaló lo siguiente (parte pertinente):

En el presente caso, del Informe fluye que la adquisición de los bonos por parte de algunos fideicomisarios no se efectuó sobre la base de un desembolso efectivo de dinero a favor de la sociedad tituladora sino que fue el resultado de una operación de canje de dichos bonos por letras de cambio vencidas, emitidas y aceptadas por las dos sociedades originadoras de los patrimonios fideicometidos (...).

En el citado pronunciamiento se agrega textualmente que *“(...) la circunstancia anteriormente descrita, en opinión de este Tribunal, no limita la naturaleza de la inversión realizada por los fideicomisarios, toda vez que ellos adquirieron nuevos valores bajo condiciones diferentes, como tipo de emisor, plazo, tasa de interés, entre otros”*.

Efectivamente, la operación anteriormente descrita no implica el desembolso de efectivo por parte de los suscriptores de los bonos titulizados, sino una operación de canje por las letras de cambio vencidas a su favor, sin que por esto se pierda la naturaleza de acto de inversión, teniendo en cuenta los recursos a los que están renunciando dichos titulares, expresados en las letras de cambio vencidas, para la suscripción, en su lugar, de los bonos titulizados.

Un caso adicional en el que se puede apreciar un acto de inversión sin la necesidad de un desembolso en efectivo de dinero, puede estar referido a una operación de capitalización de deudas, en la que se pueden emitir acciones en beneficio de los socios o terceros cuyas deudas son capitalizadas por la sociedad deudora de la misma,

de conformidad con lo establecido en los artículos 202 y 203 de la Ley General de Sociedades, Ley N° 26887.

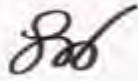
En relación con este último punto, debe tenerse en cuenta que el tercer párrafo del inciso c) del artículo 6 del ROPPV establece que los accionistas u otros titulares de derecho de participación en una persona jurídica son susceptibles de ser considerados como un segmento del público respecto de invitaciones efectuadas por dicha persona jurídica.

### **3. Opiniones legales emitidas por la SMV**

A continuación se presenta un resumen de los aspectos centrales contenidos en las opiniones legales emitidas por la SMV que pueden servir para determinar si una oferta de valores que se dirige exclusivamente a los trabajadores del emisor, tiene la condición de pública o de privada:

- 3.1. En primer lugar, debe señalarse que la legislación nacional del mercado de valores no ha determinado expresamente si las ofertas de valores dirigidas exclusivamente a los trabajadores de un emisor califican como ofertas públicas u ofertas privadas de valores, por lo que cada caso debe ser analizado de manera particular.
- 3.2. La presunción señalada en el inciso d) del artículo 6 del ROPPV relativa al número de destinatarios tiene carácter "*iuris tantum*", por lo que admite prueba en contrario por parte del interesado correspondiente. Debido a esto, no debe utilizarse el número de destinatarios, como único elemento para determinar la condición de una oferta de valores como pública o privada, por el contrario, resulta fundamental determinar si, en el caso particular, las personas a las que se dirige determinada oferta de valores requieren o no de la tutela a la que hace referencia el artículo 2 del ROPPV.
- 3.3. A efectos de lo anterior, un elemento fundamental a considerar en este tipo de ofertas es la finalidad con la que se realiza la misma: si ésta busca beneficiar a los trabajadores del emisor por su pertenencia a la compañía (programa de fidelización de los trabajadores con la empresa) o únicamente levantar capital como en cualquier operación común de financiamiento.
- 3.4. Además del análisis del objetivo de la oferta (por ejemplo, fidelización de los trabajadores con la compañía), debe evaluarse otros factores como: (i) la estructura y complejidad de la oferta, (ii) la información sobre la misma que será entregada a los trabajadores y la capacidad de estos para tomar una decisión informada sobre la base de la misma y (iii) el precio al que serán colocados los valores, lo que puede ayudar a determinar si la misma se realiza con la intención de generar una fidelización de los trabajadores con la compañía o principalmente para levantar capital para la empresa.





---

Firmado por: GIL VASQUEZ Liliana FAU 20131016396 hard  
Razón:  
Fecha: 14/10/2019 03:03:19 p.m.

---

Firma requerida:  
Firmante 1