

# *Títulos valores: aspectos regulatorios en el mercado de capitales venezolano*

Luis Ernesto Fidhel González\*

RVDM, nro. 12, 2024, pp. 489-546

**Resumen:** Esta exposición tiene por objetivo el análisis de la regulación del mercado de capitales en referencia a la oferta de títulos valores, particularmente obligaciones o títulos de deuda producidas por la sociedad mercantil para financiarse de manera colectiva que deben cancelarse en el término establecido en el respectivo contrato. Se considera por el adquirente como una inversión por el pago de la tasa de interés. El negocio bursátil establece las obligaciones para el emisor e inversionista. Otro aspecto: los principios sobre derecho a la información patrimonial del emisor de las obligaciones para la transparencia de esta actividad.

**Palabras clave:** Títulos valores, mercado de capitales, acuerdo societario.

## *Securities: regulatory aspects in the Venezuelan capital market*

**Abstract:** This presentation aims to analyze the regulation of the capital market in reference to the offer of securities, particularly obligations or debt securities produced by the commercial company to finance itself that must be paid within the terms established in the respective contract. It is considered by the acquirer as an investment due to the cancellation of the interest rate. The stock market business is specified in a contract that establishes the obligations of the issuer and investor. Other aspects: the principles on the right to asset information of the issuer of the obligations for the transparency of this activity.

**Keywords:** Securities, capital markets, corporate agreement.

**Recibido:** 17/5/2024

**Aprobado:** 31/5/2024

---

\* Licenciado en Estudios Internacionales- Universidad Central de Venezuela.- Abogado- Universidad Católica Andrés Bello- Especialista en Derecho Mercantil- Universidad Central de Venezuela- Especialidad en Derecho Procesal- Universidad Central de Venezuela- Diplomado en Componente Docente –Universidad Fermín Toro- Especialidad en Criminalística de Campo – Escuela Nacional de Fiscales del Ministerio Público (en curso)- Libre ejercicio de la profesión, abogado litigante, productor audiovisual de noticias internacionales- email: lefg1968@gmail.com.



# *Títulos valores: aspectos regulatorios en el mercado de capitales venezolano*

Luis Ernesto Fidhel González\*

RVDM, nro. 12, 2024, pp. 489-546

## SUMARIO:

*1. Acuerdo societario. 2. Emisión de obligaciones. 3. Oferta pública. 4. Registro Nacional de Valores. 5. Principios de información y transparencia. 6. Información privilegiada. 7. Calificación de riesgo. 8. Colocación. 9. Suscripción. 10. Desembolso. 11. Redención de la obligación. 12. Agrupación de obligacionistas. 13. Acciones de los tenedores. CONCLUSIÓN. BIBLIOGRAFÍA.*

## INTRODUCCIÓN

La dimensión del estudio sobre los títulos valores como objeto de una emisión colectiva de deuda particularmente para el mercado de capitales, lo hace más complejo que cuando es emitido de manera individual. Es el caso, no solamente se ven comprometidos elementos propios del derecho de las obligaciones cartulares; también se conjugan de la economía, contabilidad, matemáticas financieras, estadística, informática y bursátiles. La actividad bursátil considerada de orden público y objeto del derecho de administrativo, es controlada por el estado a través del órgano rector respectivo, otorgándole una dimensión distinta a la naturaleza mercantil original de la oferta de títulos considerados en principio actos objetivos de comercio.

Esta exposición ha destacado el valor que tiene para la actividad bursátil y el derecho que la regula el denominado principio de transparencia e información eficaz y mejor ejecución de las ordenes de los sujetos que participan en éste mercado; siendo un agregado sobre la conducta que deben observar los sujetos que se desenvuelven en este ámbito, que trae consecuencias jurídicas en caso de vulneración como es el uso de la información privilegiada.

---

\* Licenciado en Estudios Internacionales- Universidad Central de Venezuela-. Abogado- Universidad Católica Andrés Bello- Especialista en Derecho Mercantil- Universidad Central de Venezuela- Especialidad en Derecho Procesal- Universidad Central de Venezuela- Diplomado en Componente Docente –Universidad Fermín Toro- Especialidad en Criminalística de Campo – Escuela Nacional de Fiscales del Ministerio Público (en curso)- Libre ejercicio de la profesión, abogado litigante, productor audiovisual de noticias internacionales- email: lefg1968@gmail.com.

Se destaca como parte de la concreción del negocio bursátil el carácter especulativo de la oferta de los títulos destacando su volatilidad que influye sobre su demanda; como la remuneración al préstamo a través del interés considerado como inversión para el obligacionista por asumir el riesgo que implica siendo un parámetro para su determinación.

El presente trabajo se orienta a través de las cuatro fases que destaca el negocio bursátil respecto a títulos valores: Acuerdo societario, emisión, colocación y suscripción. De estas fases emanan los principales temas de manera accesoria como: delegación en los administradores, principio de transparencia y mejor ejecución, asamblea de obligacionistas, ordenes bursátiles, calificación de riesgo, agente de colocación, entre otros.

## ***1. Acuerdo societario***

El acuerdo societario es la voluntad de los socios reunidos en asamblea manifestando la decisión de emitir títulos de financiamiento para ser ofrecidos a través de la oferta pública. Se crean por declaración unilateral de la voluntad creadora de la sociedad a través de la asamblea de accionistas bajo la atribución o función genérica de deliberar o someter a su conocimiento las materias que se le atribuyen. El funcionamiento de la asamblea como la eficacia de sus decisiones dependen del cumplimiento de los requisitos y formalidades, muchos de estos son imperativos de orden público societario. En este sentido, es la reunión de los accionistas con la finalidad de resolver en interés social los asuntos de su competencia con efectos de obligatoriedad para la sociedad.

Oswaldo Hundskopf Exebio, señala si bien el acuerdo societario de emisión de obligaciones o bonos es considerado por la mayoría de autores como un negocio jurídico o contrato; se trata -en su opinión- de un negocio colectivo, un acuerdo mediante el cual la sociedad emisora conviene realizar una oferta de bonos bajo determinadas condiciones y cumpliendo los requisitos de ley<sup>1</sup>.

### ***1.1. Regulación bursátil***

Cuando una sociedad anónima vaya a decidir sobre la emisión de obligaciones, previamente debiese obtener la autorización del órgano administrativo regulador correspondiente; que en Venezuela es la Superintendencia Nacional de Valores, aun cuando se realice de forma privada. Interpretándose que una asamblea de accionistas para deliberar sobre la emisión de obligaciones, únicamente puede ser convocada con

---

<sup>1</sup> Oswaldo Hundskopf Exebio. "Las emisiones de obligaciones en el mercado de valores y su rescate anticipado". *Ius et Praxis*. N° 30. Sección empresarial (1999): 95-112.

la autorización administrativa correspondiente. Acotando que la asamblea de accionistas debe ser convocada para deliberar sobre este aspecto, pues legalmente es imperativa esta exigencia<sup>2</sup>. De conformidad con la ley y resoluciones sobre mercado capitales, los emisores que realicen oferta pública de títulos valores deberán obtener autorización previa de la asamblea general de accionistas.

### ***1.2. Asamblea***

Es un órgano colectivo primario de formación de la voluntad social, siendo el único medio que tienen los accionistas para dilucidar y decidir sobre las situaciones que determinan el funcionamiento y organización de la sociedad anónima<sup>3</sup>. En el régimen societario las decisiones se adoptan bajo un régimen especializado que debe dar garantías a los socios para que manifiesten su voluntad bajo un sistema de decisiones mayoritarias y concurrencia mínima. La participación del socio en la formación de la voluntad social constituye un derecho inderogable, que de manera alguna podría ser limitado al menos que se prevean situaciones de excepción en la Ley.

Morles señala, en principio la asamblea de accionistas debe ser siempre convocada para deliberar sobre la emisión de obligaciones pues el Código de Comercio ha hecho imperativa esta exigencia. Asumiendo la tesis de la competencia que hace no incurrir en un desconocimiento de la función propia de los administradores como de los comisarios, invadiendo su campo de actuación en lo específico; la asamblea delibera sobre cualquier materia, pero debe ser propuesta por los administradores a través de la convocatoria, porque solo puede limitarse a asuntos particularmente sometidos a su consideración. En consecuencia, si un punto no se encuentra incluido en el orden de la convocatoria, la asamblea no puede discutirlo. Si lo hace la deliberación resultaría nula<sup>4</sup>.

### ***1.3. Convocatoria***

La propuesta sobre la emisión de obligaciones la realizan los administradores a través de la convocatoria para que sea considerado por la asamblea (Arts. 300 y 280, Código de Comercio). Los administradores deberían argumentar y justificar la conveniencia de emitir determinadas obligaciones. La convocatoria debe anunciar el objeto de la reunión indicándose de modo específico, no de manera genérica, por lo que toda

---

<sup>2</sup> Alfredo Morles Hernández. "Régimen legal del mercado capitales". (Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 1999), 353-354.

<sup>3</sup> Teresa Sánchez González. "Acción de nulidad de las decisiones de la asamblea de accionistas". (Trabajo Especial de Grado. Especialidad en Derecho Mercantil. Universidad Católica Andrés Bello. 2012).

<sup>4</sup> Alfredo Morles Hernández. Curso de Derecho Mercantil. Tomo II. Tercera Edición. (Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 1989) 944-946.

deliberación no expresado en ella resulta nula (artículo 277, Código de Comercio). Además del orden del día, debe expresar la fecha, hora, la sede y lugar de reunión de la asamblea, de otra manera existiría imprecisión acerca de un elemento de información importante para los accionistas, pues la finalidad del aviso es informar, por lo que debe ser suministrada en forma clara, directa y expresa; de lo contrario sería nula la convocatoria, porque su forma y contenido debe ser apta para cumplir tal finalidad de información completa, suficiente y oportuna al realizarse en un tiempo y a través de los medios adecuados para la efectiva notificación de los socios<sup>5</sup>.

#### ***1.4. Delegación en los administradores***

La dinámica de la sociedad mercantil y, particularmente, aquellas cuyas obligaciones como acciones son objeto de oferta pública, exige que sus órganos de decisión – asamblea- y de ejecución - la administración- dispongan en todo momento de los instrumentos más idóneos para dar respuesta adecuada a las exigencias que en cada caso demande la propia sociedad o necesidades del mercado de valores. Entre éstas se encuentran de dotarse de nuevos recursos económicos para hacer frente a tales demandas por nuevas aportaciones de capital o ingresos a través de contraer nuevas deudas por medio de la emisión de obligaciones.

En consecuencia, la dinámica de los mercados bursátiles como su volatilidad, la rapidez de la ejecución tienen una especial importancia y se convierte en un factor determinante para la exitosa consecución de una potencial captación de nuevos recursos. En este sentido, se atenúa las facultades de la asamblea de accionistas para deliberar y decidir sobre la emisión de nuevas obligaciones u acciones en los administradores.

Esta delegación legal de facultades surge para satisfacer la necesidad de muchas sociedades mercantiles de agilizar y hacer más eficaz el ejercicio de tareas que le corresponde a la asamblea de accionistas; consiste en la posibilidad de autorizar a uno o más miembros de la administración dentro de los límites previamente establecidos, funciones propias de la asamblea, sin suponer la pérdida por ésta de las competencias sobre las funciones delegadas ni la liberación de su responsabilidad en la gestión social. La delegación puede ser considerada como una institución típica del derecho de sociedades consistente en un acto por el cual, teniendo como base la autorización concedida por el legislador, se modifica la organización de la administración prevista por la Ley y por los estatutos, pero sin alterar sus rasgos esenciales; por ello un sector de la doctrina lo califica como “acto de organización”<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Tribunal Supremo de Justicia de la República Bolivariana de Venezuela. Sala Constitucional. Sentencia 1066, 09.12. 2016 (caso: Yasmín Benhamú Chocrón y otro)

<sup>6</sup> María Carmen Ortiz del Valle. “La administración delegada de las sociedades anónimas. Estudio del artículo 141, de la Ley de Sociedades Anónimas”. (Tesis Doctoral. Universidad de Granada. 2005).

Para delegar esta atribución en principio le pertenece a la asamblea; se debería orientar por los siguientes parámetros: 1) plazo de tiempo para realizar las emisiones y límite cuantitativo de los montos de éstas. 2) Alcance de la delegación, considerándose la fijación de los distintos aspectos y condiciones de cada emisión, incluyendo a título enunciativo y no limitativo, el valor nominal de los títulos valores emitidos, precio del reembolso, tipo de interés, relación de canje, amortización, cláusulas de subordinación, garantías de la emisión, admisión a cotización, legislación aplicable y cualquier otra condición de la emisión.

### ***1.4.1. Regulación bursátil***

La asamblea de accionistas podrá delegar en el órgano de administración, la atribución de emitir obligaciones debiéndose establecer expresamente el monto máximo de éstas dentro de los límites fijados por la Superintendencia Nacional de Valores, como el plazo máximo del vencimiento de las obligaciones y retribución del representante común. Esta delegación no podrá exceder de los dos años. Deberán señalar las características, modalidades y condiciones de la emisión conforme a las normas e incluirlas en el prospecto.

Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley de Mercado de Capitales. (en adelante DRVFLMC)<sup>7</sup> Art. 48. Delegación en los administradores.

Normas Relativas a la Oferta Pública, Colocación y Publicación de Emisiones de Valores (en adelante NROPCPEV)<sup>8</sup>. Art. 57. Delegación en los administradores. Art. 58. Características, modalidades y condiciones de la delegación. Inclusión en el prospecto.

### ***1.5. Aprobación***

Debe ser aprobada por la mayoría requerida, con la presencia en asamblea de un número de socios las tres cuartas partes del capital social y el voto favorable de los que represente la mitad, por lo menos de ese capital. En caso, que no concurrieren un número de accionistas con la representación exigida por la ley o estatutos; se convocaría a otra asamblea, con ocho (8) días de anticipación por lo menos, expresando en la convocatoria, que la asamblea se constituiría, cualquiera que sea el número de los concurrentes a ella; y el voto favorable de los que representen la mitad por lo menos del capital que se hizo presente. Siendo eficaz a partir de la inscripción en el registro de comercio (Código Comercio arts. 280 y 301).

<sup>7</sup> Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley de Mercado de Capitales. (en adelante DRVFLMC) Gaceta Oficial N° 6.211 Extraordinario. 30 de diciembre del 2015.

<sup>8</sup> Normas Relativas a la Oferta Pública, Colocación y Publicación de Emisiones de Valores (en adelante NROPCPEV). Providencia N° 095. 28, de agosto del 2019, **Gaceta Oficial**. N° 41745. 24 de octubre de 2019.

### **1.5.1. Regulación bursátil**

En este caso la asamblea de accionistas, debe estar representado por lo menos el setenta y cinco por ciento (75%) del capital social con la finalidad de la respectiva autorización de la emisión e inscripción en el Registro Nacional de Valores. La decisión sería tomada con la mayoría simple del capital accionario presente, salvo que los estatutos exijan un quorum o mayoría superior.

DRVFLMC. Art. 48. Del quorum para la emisión de obligaciones.

NROPCPEV. Art. 56. Del quorum para la emisión de obligaciones.

### **1.6. Límites cuantitativos**

Cesar Vivante, manifiesta para impedir que los administradores de la sociedad abusen de la proverbial credibilidad del público, la ley subordina la emisión a varias condiciones: 1) Se apruebe por la Junta General – asamblea de accionistas- aun cuando el caso este previsto por los estatutos. 2) La suma de las obligaciones emitidas no exceda del capital efectivo y existente aun según el último balance. Con estas precauciones se ha tratado de mantener una adecuada proporción entre el poder económico de la sociedad y la esfera de sus especulaciones<sup>9</sup>. Particularmente este límite cuantitativo, se encuentra referido al importe del capital social y de las reservas, con la finalidad de buscar cierto equilibrio entre los recursos propios de una sociedad y ajenos recibidos a través de este instrumento de deuda.

Ascarelli estableció con respecto a la legislación mexicana que no podría realizarse emisión alguna de obligaciones por cantidad mayor que el activo neto la sociedad emisora que aparezca según el balance; a menos la emisión se haga en representación del valor o precio de bienes cuya adquisición o construcción tuviera contratada la sociedad emisora; la sociedad no podría reducir su capital sino en proporción al reembolso que haga sobre las obligaciones por ella emitidas, ni puede cambiar su objeto, domicilio o denominación, sin el consentimiento de la asamblea general de obligacionistas. Las sociedades que emitan obligaciones deberán publicar anualmente su balance, certificado por contador público<sup>10</sup>.

Igualmente, Rodríguez Rodríguez, comentando la legislación mexicana, señala la fijación de un límite a la cuantía máxima de las obligaciones que pueden ser emitidas por una sociedad anónima, está señalada en función del capital de la sociedad

---

<sup>9</sup> Cesar Vivante. *Derecho Mercantil*. (México. Tribunal Superior de Justicia del Distrito Federal. Dirección General de Anales de Jurisprudencia y Boletín Judicial. Biblioteca de Jurisprudencia, Filosofía e Historia. La España Moderna, 2002), 129-131.

<sup>10</sup> Tulio Ascarelli. *Derecho Mercantil*. (México DF, Biblioteca Jurídica, 1940), 183-184.



emisora. Si no existiese este límite sería fácil la realización de fraudes y la comisión de abusos en la emisión de obligaciones, que no tendrían garantía real alguna. Por eso, esta exigencia debe considerarse como una norma de derecho público en favor de los obligacionistas. Acota que la Ley belga del 18, de mayo de 1873, fue la primera que estableció un límite al disponer que las obligaciones con premio no pueden representar una suma mayor al capital desembolsado<sup>11</sup>.

### ***1.6.1. Flexibilización***

La tendencia legislativa extranjera como es el caso de España, promueve la actualización y flexibilización del régimen de emisión de obligaciones adaptado a las circunstancias que la sociedad demande en un momento dado, han procurado romper la regla del límite de la cuantía sobre emisión de obligaciones - Ley 9/2012- Real Decreto Ley 4/2013 – aduciendo que facilitar al acceso a la financiación no bancaria, es necesario levantar la limitación impuesta en la Ley de Sociedades de Capital, que el importe total de las emisiones de las sociedades no puede ser superior al capital social desembolsado más las reservas imponiendo un límite máximo en relación a las obligaciones simples u ordinarias. Lo idóneo habría sido revisar en su totalidad una regla que durante muchos años cumplió una indiscutible función de garantía para el inversor obligacionista, pero que en la actualidad se encuentra – como tampoco ni siquiera discute la doctrina- totalmente superada, dado que las condiciones de solvencia del emisor ni deben ni pueden ser observadas únicamente mediante los citados parámetros<sup>12</sup>.

En este sentido, Francisco José León Sanz, observa el establecimiento de una limitación cuantitativa a la emisión de obligaciones ordinarias, simples o no garantizadas, se dirige a asegurar un respaldo patrimonial mínimo a éstas. Se pretendería, establecer un umbral de cobertura mínima: la cifra de todas las emisiones de obligaciones ordinarias no puede superar el límite establecido. Si los fondos propios aumentan, la sociedad puede emitir nuevas obligaciones, si disminuyen por debajo de esa cifra, no se puede proceder a realizar nuevas emisiones en tanto no se supere de nuevo el umbral fijado. En la determinación de los límites de emisión convendría diferenciar en función de si la sociedad tiene beneficios o pérdidas; si se encuentra en pérdidas la emisión de obligaciones tiene como límite el capital social desembolsado. Este límite se amplía, en caso de que el activo sea superior al pasivo, a las reservas que figuren en el último balance aprobado. Sin embargo, se acota este tema tiene una importancia relativamente pequeña en la práctica, con respecto a las sociedades que cotizan en el mercado de

<sup>11</sup> Joaquín Rodríguez Rodríguez. “Derecho Bancario” (México, Editorial Porrúa S.A., 1964), 356-359.

<sup>12</sup> Mariza Aparicio González. “Flexibilización del régimen de emisión de obligaciones”. Noticias Breves /marzo 2013. <https://www.gomezacebo-pombo.com> (consultada 8 de febrero del 2023).

valores, pues se ha considerado que los deberes de información establecidos en las normas particulares, ofrecen a los obligacionistas un sistema de protección suficiente para la tutela de sus intereses, aunado que esta limitación no está prevista en la actual regulación española<sup>13</sup>.

El Código de Comercio venezolano establece las compañías no se podrán emitir obligaciones por la cantidad que exceda el capital aportado y subsistente aún, con arreglo al último balance aprobado (art. 300).

### ***1.6.2. Regulación bursátil***

Las sociedades mercantiles podrán emitir obligaciones, hasta por un monto equivalente a tres veces su patrimonio (no determina si refiere a la cuenta de capital) excluyendo los apartados para finalidades específicas, reflejados en el último estado financiero dictaminado y aprobado por la asamblea de accionistas. Este límite patrimonial podría ser cubierto por garantías reales o personales a favor del representante común de los obligacionistas, de acuerdo al criterio de la Superintendencia Nacional de Valores.

El órgano administrativo rector podrá aumentar o disminuir este límite cuando a su juicio la naturaleza del riesgo derivado de la situación financiera real de la empresa y las condiciones del mercado lo ameriten. No puede haber más de dos emisiones calculadas sobre los mismos estados financieros dictaminados; en otras palabras, la tercera emisión debe realizarse en base a un nuevo estado financiero.

NROPCPEV. Art. 59. Límites cuantitativos.

### ***1.7. Balance***

El Código de Comercio establece el límite de la emisión de las obligaciones debe realizarse con arreglo al último balance aprobado; este constituye un documento contable que muestra la situación económica-financiera de las sociedades en un momento dado con evidencia o certeza manifiesta y exactitud o fidelidad. Entre sus funciones primordiales es la de fijar la posición financiera de la sociedad; por lo tanto, determinar si han existido utilidades y pérdidas en ésta. Refleja el patrimonio de la sociedad mercantil para un período determinado o ciclo contable, es decir, la confrontación entre el activo y el pasivo para poder determinar el estado del negocio, su capacidad de inversión, entre otras cuestiones<sup>14</sup>. Específicamente reflejaría el monto de la cuenta de

---

<sup>13</sup> Francisco José León Sanz. "Las obligaciones en la LSC (Ley de Sociedades de Capital)". Notas Informativas. Cátedra Pérez-Llorca /IE de Derecho Mercantil. IE Law School y de Pérez-Llorca. Madrid.

<sup>14</sup> Luis Ernesto Fidhel González. "El Balance: Dimensión contable y jurídica". Revista Venezolana de Derecho Mercantil N° 8. Homenaje al Dr. Pedro Pineda León, (2022), pp. 183-211.

capital que establecería los límites de la emisión. La aprobación por la asamblea de accionistas correspondería a una manifestación de conocimiento.

El análisis de estados financieros, comienza por el análisis del balance que presenta la situación patrimonial de la empresa, permitiría evaluar entre otros los siguientes aspectos: 1. situación de liquidez o capacidad de pago 2. endeudamiento. 3. garantía. 4. capitalización. 5. gestión de los activos.

### ***1.8. Prospecto de la emisión***

Es el documento básico a través del cual se realiza la oferta pública de valores negociables. Debe contener toda la información relevante de la sociedad que podría incluir, entre otras: información financiera, factores de riesgo, perspectiva operativa y financiera y descripción –términos y condiciones- de los valores negociables ofrecidos. Es un documento legal que reúne todas las características e información relevante de los valores, con la finalidad de que el inversionista pueda formarse una opinión clara previa a tomar la decisión de inversión. Es el principal documento destinado a la orden del público, con motivo de la colocación de una emisión<sup>15</sup>. También denominado, prospecto de colocación es el documento fuente de toda la información corporativa, legal y financiera relacionada con la empresa y los valores a listar que requiere ser revelada con anticipación a la oferta pública.

El emisor debe incluir toda aquella información necesaria como determine el ente administrativo rector para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca de las condiciones y características del valor ofrecido, de las condiciones de la oferta, de la actividad, funcionamiento, organización y expectativas del emisor, los proyectos futuros, así como los riesgos que se puede enfrentar; metodologías y fuentes de información para la valoración y destinación de los recursos a recibir por consecuencia de la emisión.

En concreto un prospecto debiese tener por mínimo la siguiente información que depende del objeto social de la empresa.

- 1) Información general sobre el emisor.
- 2) Descripción del negocio del emisor.
- 3) Características de la emisión.
- 4) Información económico-financiera del emisor.

---

<sup>15</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 315-317.-

5) Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha con indicación de inversiones, adquisiciones y enajenaciones de importancia realizadas en el último ejercicio económico.

Los prospectos pudiesen contener anexos, tales como:

Estados financieros auditados con notas.

Opinión emitida por la compañía auditora externa.

Certificación del cálculo del monto máximo a emitir suscrito por los representantes legales.

Declaración bajo juramento de los activos libres de gravamen.

Fideicomiso de administración.

Informe completo de la calificación de riesgo.

Podrán incluir las denominadas “declaraciones a futuro” se basan fundamentalmente en opiniones, expectativas y proyecciones actuales respecto de los acontecimientos y las tendencias financieras que incidirán en el futuro en los negocios del emisor. Acotando muchos factores económicos importantes entre otros, además de los que se analizan podrían generar resultados reales marcadamente diferentes a los previstos en las declaraciones a futuro.

### ***1.8.1. Regulación bursátil***

La legislación prevé dos hipótesis: 1) Con la finalidad de la autorización de la oferta pública de títulos valores, se requerirá la elaboración de un prospecto que debe autorizarse por la Superintendencia Nacional de Valores y contener la información requerida por los instructivos y formularios dictados al respecto. 2) Con la finalidad de iniciar la oferta pública deberán presentar ante la Superintendencia Nacional de Valores un prospecto definitivo de la emisión debidamente impresos con todos los contratos debidamente notariados – no se refiere que tipo de contratos son – como la copia de la sesión de los administradores u hoja de términos que señalen las condiciones de la emisión.

El Prospecto comenzara a circular públicamente una vez que la emisión sea autorizada e inscrita en el Registro Nacional de Valores y se haya hecho la publicación del aviso del inicio de la publicación. Durante el proceso de colocación primaria el prospecto definitivo estará a disposición del público y deberá ser entregado a la persona que lo solicite. Antes que la emisión sea autorizada e inscrita, podrá el emisor suministrar privadamente copias del mismo a los agentes de colocación y distribución que pretenda participar, dándose por entendido que este no podrá circular entre personas distintas.

NROPCPEV. Arts. 28. Obligatoriedad del prospecto. 29. Presentación del prospecto 30. Circulación del prospecto. 31. Disposición al público.

## ***2. Emisión de obligaciones***

Con la finalidad del estudio sobre la regulación concerniente a la emisión de las obligaciones, es preciso realizar la distinción entre el aspecto interno o societario y el aspecto externo u obligacional. El primero, atañe a la capacidad de la sociedad mercantil para originar obligaciones y al proceso de formación del consentimiento. El segundo, atañe a las relaciones entre el emisor y los obligacionistas. Estas relaciones en principio tienen un fundamento contractual y se someten a las normas que rija la emisión<sup>16</sup>.

### ***2.1. La colectividad del crédito***

Cuando una sociedad necesita solicitar un préstamo de forma importante fracciona su deuda en un gran número de títulos, denominados obligaciones ofrecidos al público en determinadas condiciones previa y perfectamente establecidas, obteniendo el crédito por lo general para amortizarse a largo plazo según algún sistema particular de reembolso de préstamos. Este sentido, la obligación es un contrato financiero que da derecho al comprador a recibir una serie de contraprestaciones futuras a cambio de una inversión inicial. Las obligaciones con reembolso periódico de capital e intereses los importes de cada una de las cancelaciones se encuentran claramente determinados en las condiciones de emisión<sup>17</sup>.

Rodríguez Rodríguez manifiesta existe un crédito colectivo cuando una pluralidad de personas conviene en conceder el crédito a la sociedad; siendo este dato en efecto sustancial para definir la colectividad. Esta pluralidad de personas no es tanto real como potencial. Todas las obligaciones podrán estar en manos de una sola persona, porque lo decisivo es el fraccionamiento del crédito en porciones iguales, cada una de las cuales pueden tener distinto titular. Con relación a los obligacionistas de una emisión existe una deuda única y multiplicidad de acreedores, cada uno titular de una cuota fraccionaria ideal e igual del crédito colectivo; de una a otra serie pueden cambiar la cuantía de la obligación, incluso de las garantías ofrecidas, pero la posición jurídica de

---

<sup>16</sup> Francisco Garcimartin. “Las novedades en materia de emisión de obligaciones bajo la ley extranjera”. Almacén de Derecho(blog) 25 de mayo del 2015. <https://almacendederecho.org/las-novedades-en-materia-de-emision-de-obligaciones-bajo-ley-extranjera>.

<sup>17</sup> Aldo José Pittaluga. “El precio de las obligaciones, duración, volatilidad: Una aplicación de la matemática financiera”. 18º Jornadas de profesores universitarios de matemática financiera”. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional del Mar del Plata (Argentina) 1997.

los titulares es prácticamente la misma. Esta comunidad de intereses (unidad de crédito) y esta igualdad ante la ley, crea entre los obligacionistas lazos especiales.

La colectividad del crédito radica en el hecho de que exista un solo acto de creación de un número cierto de obligaciones iguales que se presenta en un negocio único, aunque desde el punto de vista de los obligacionistas, éstos podrían ser una pluralidad de personas, es decir, la sociedad emisora crea por un acto único de voluntad una pluralidad de puestos de acreedores que pueden ser ocupados por una o varias personas. Lo esencial del crédito colectivo es la unidad jurídica del negocio creador; la sociedad crea un número concreto (fijo y por cuantía exacta) y determinado de puestos de acreedores, en virtud de un solo negocio. Poco importa después de esta creación unitaria, las adhesiones que surjan de una sola vez o sucesivamente a lo largo del tiempo. La emisión de obligaciones es consecuencia de una declaración unilateral de voluntad. La unidad jurídica destaca el hecho de la redacción de un acta por cada emisión que se practique y una cuantía determinada, representada por un número fijo de títulos-obligaciones; existe una igualdad jurídica de las diversas facciones en que se divide la emisión. Puede realizarse por cualquier causa y representa un acto abstracto jurídicamente distinto de la relación fundamental por la que se efectúa<sup>18</sup>.

## ***2.2. Concepto***

Constituye un mecanismo que la sociedad mercantil emite valores representativos de deuda u obligaciones amparados con garantía general o específica, a un determinado interés y plazo y se ofrecen en el mercado de valores mediante oferta pública. Es una forma de financiación externa que consiste en emitir un empréstito, dividido en partes alícuotas (iguales) cada una de las cuales recibe el nombre de obligaciones. La emisión se realiza a través de un contrato que el emisor concede los títulos correspondientes<sup>19</sup>. El adquirente de una obligación recibe el nombre de obligacionista por derecho principal le concierne: 1) Percibir un interés, con independencia de que haya o no beneficios en la sociedad (por ello las obligaciones reciben el nombre de títulos de renta fija) 2) El derecho a obtener la devolución de la cantidad prestada, en el momento convenido.

---

<sup>18</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.

<sup>19</sup> Farah Torres García. "La regulación del representante de los obligacionistas en el ámbito en el mercado de valores". Asociación Civil Derecho & Sociedad. Num. 41 (2013), pp 57-65.

Torres García, señala la emisión de obligaciones es el acto societario mediante un contrato de emisión capta recursos (activos) de terceros contra el otorgamiento de un derecho de crédito (pasivo). Los terceros denominados obligacionistas adquieren la condición de acreedores de la sociedad emisora en mérito de la totalidad de la obligación mediante un instrumento representativo de deuda. Este acto consiste en la emisión de una pluralidad de obligaciones pueden ser adquiridas por uno o más titulares que tienen interés que la entidad emisora cumpla con satisfacer las obligaciones contraídas de acuerdo a las condiciones pactadas<sup>20</sup>.

Morles señala, a este respecto, la emisión es un proceso que la sociedad anónima decide expresar su voluntad de crear un conjunto de títulos valores en masa que pueden ser acciones u obligaciones que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase. También, se denomina a la emisión en general al conjunto de valores destinados a ser colocados en el mercado bursátil<sup>21</sup>. Conforme a las teorías contractuales sobre la naturaleza jurídica de los títulos valores y perfeccionamiento de las obligaciones derivadas, señala a través de la emisión del título conlleva su obvia entrega o tradición origina la fuente de obligación. Siendo el fundamento cartular que nace en la relación originaria entre el emisor y el tomador; en consecuencia, el acreedor se constituye con la entrega del título a éste<sup>22</sup>.

Para Garrigues la emisión de obligaciones significa la oferta de un contrato de préstamo que el futuro prestamista (obligacionista) acepta mediante la firma del boletín de suscripción; lo característico de la operación es la forma de su documentación: el crédito del prestamista a la devolución del préstamo se incorpora en un título -la obligación- que es transmisible sin necesidad del consentimiento del deudor<sup>23</sup>.

Entre los elementos sustanciales de las obligaciones emitidas de manera colectiva destaca: 1) El valor nominal de la obligación. 2) La tasa de interés fijada al momento de la emisión. 3) forma de pago de los intereses periódicos. 4) Fecha de vencimiento de los servicios de capital e intereses. 5) Precio de la emisión de la obligación. 6) El precio de la obligación en un momento determinado.

---

<sup>20</sup> Torres García, “La regulación del representante de los obligacionistas en el ámbito del mercado de valores”, 57-65.

<sup>21</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 386-389-.

<sup>22</sup> Morles Hernández. *Curso de Derecho Mercantil*. Tomo III., Tercera Edición. (Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 1989) 1269-1340.

<sup>23</sup> Ricardo Beaumont Callirgos. “Títulos Especiales y Emisión de Obligaciones en la Nueva Ley General de Sociedad”. [https://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtual/publicaciones/catedra/1998\\_n3/tit\\_esp\\_em\\_oblig.htm](https://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtual/publicaciones/catedra/1998_n3/tit_esp_em_oblig.htm).

### **2.3. Contrato de emisión**

Es un documento legal formal que proporciona información sobre los términos del contrato asociados con una obligación de deuda. Da aviso sobre la naturaleza de la deuda y los términos acordados por ambas partes incluido el plazo, los intereses y otros asuntos. Su exigibilidad depende a las condiciones de su respectiva emisión. Es un contrato de naturaleza y características propias y especiales, por virtud que la sociedad se obliga a crear y entregar las obligaciones en las condiciones fijadas en el contenido, a pagar los intereses y a amortizar los valores en a oportunidad correspondiente.

Hundskopf Exebio, al respecto señala al contrato de emisión como un negocio jurídico que crea y transmite títulos de reconocimientos de deuda preexistentes o de nuevas deudas, destinados a su circulación y negociación. Es celebrado entre la entidad emisora y los obligacionistas o su representante<sup>24</sup>.

Carrera manifiesta, se trata de un contrato de adhesión único, por ello los suscriptores no pueden alterar en el momento de la suscripción las condiciones fijadas por la escritura de emisión, sino que habrán de adherirse a ellas pura y simplemente, porque la suscripción lleva consigo la conversión del suscriptor en obligacionista. Formalmente sólo existe un contrato de emisión, tiene un contenido obligacional común y uniforme, que van ratificando los obligacionistas quienes ocupan jurídicamente una posición acreedora distinta e independiente frente a la sociedad<sup>25</sup>.

### **2.4. Naturaleza jurídica**

Vidal sostiene el proceso de emisión de obligaciones es una operación compleja en la que, para desentrañar su naturaleza jurídica debe analizarse cada una de sus fases; considerando este acto tiene por finalidad de ofrecer al público los títulos que representan las obligaciones, siendo obviamente un acto de naturaleza mercantil. El documento contiene cada una de las fracciones del empréstito ofertado, por ser representativo de un derecho creditorio, y estar destinado a la circulación, se constituye en un verdadero y genuino valor mobiliario, constituyéndose, además, en uno de los efectos de la emisión de obligaciones.

Se concibe como un contrato de préstamo de dinero o mutuo según elaboración de la doctrina francesa; concepción que tiene diversos matices, pues lo equiparan con un simple contrato de préstamo, que el mutuante es el obligacionista y el mutuario es la sociedad emisora. Otros autores consideran, si bien es un contrato de mutuo, tiene

---

<sup>24</sup> Hundskopf Exebio. "Las emisiones de obligaciones en el mercado de valores y su rescate anticipado", 95-112.

<sup>25</sup> Carrera Villagrán. "Las obligaciones: controversias de las obligaciones convertibles en acciones", 29-30. *Cathedra. Espíritu del Derecho*. Facultad de Derecho y Ciencia Política. Universidad Mayor de San Marcos. Vol. 2, N° 3, "(1998)".



la característica especial de ser un mutuo colectivo, pues por su elevada cuantía y por dirigirse a una pluralidad de sujetos requiere, precisamente, de una pluralidad de mutuantes influyendo de manera importante en la naturaleza de la operación. Lo que caracteriza, entonces, a la emisión de obligaciones, considerada como un mutuo, simple o colectivo, es que el crédito se incorpora a un título negociable, no sólo como medio de prueba de la existencia del mutuo, sino para constituir un valor mobiliario.

También se concibe como una venta de créditos, siendo la posición de la doctrina alemana que la sustenta en la teoría de la voluntad unilateral como capaz de generar obligaciones. Esta concepción parte del supuesto que la sociedad emisora lo que hace es vender por un determinado precio, títulos negociables que representan créditos contra la misma y lo que el obligacionista adquiere es una promesa escrita de pago, o, más propiamente, de reembolso.

La emisión de obligaciones tiene su propia categoría jurídica que resulta de su propia nominación. No es necesario buscarle un sustento distinto del que fluye de su propia naturaleza, aun cuando indudablemente sea un mutuo que la sociedad emisora ofrece a cada una de las personas que toman los títulos obligacionarios y, como consecuencia de ello, se convierten en acreedores de la sociedad que debe cumplir con la prestación a su cargo con arreglo a las condiciones de la emisión<sup>26</sup>.

## ***2.5. Emisión pública y privada***

Los valores objeto de oferta pública están sometidos al control de la Superintendencia Nacional de Valores en los términos de la Ley, como otros valores o derechos de contenido financiero, incluso aquellos que no estuvieren emitidos por personas que no estén expresamente reguladas por esta Ley o leyes especiales. Esto ha dado argumentos a discriminar sobre una emisión de carácter público que es regulada por las leyes de mercados de capitales y otra de carácter privado regulada por el Código de Comercio. En este sentido, Torres García en relación a la emisión de acciones mediante oferta pública o privada depende según las características de la difusión de la invitación por la sociedad emisora para adquirir los instrumentos de deuda a ser emitidos<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> Fernando Vidal Ramírez. "La oferta pública de valores". *THEMIS Revista De Derecho*, (9), (1987) 15-25.

<sup>27</sup> Farah Torres García. "La regulación del representante de los obligacionistas en el ámbito del mercado de valores". *Derecho & Sociedad*, 41(2013) 57-65.

## ***2.6. Estructuración de deuda***

El financiamiento en el mercado de valores consiste en emitir títulos de deuda a ser negociados en la bolsa de valores previa estructuración de los títulos que colocarían los emisores en ésta. La emisión de obligaciones es un procedimiento contable y económico que particularmente debe determinar y decidir la cantidad total de dinero que necesita recaudar y condiciones como la tasa de interés a pagar y plazo para devolver el capital. Los resultados del financiamiento por medio de obligaciones estarán en función del tipo de tasa que se ofrezca y los costos de la emisión, así como del tiempo y monto requerido. A la vez las emisiones recurren en costos destacando: Estructuración de la emisión, calificación de riesgo, representante de los obligacionistas, agente pagador, inscripción en el registro del mercado de valores y otros.

El análisis de la estructura de la deuda es el proceso de identificar los diversos componentes de una deuda y comprender sus relaciones entre sí. Esta información puede permitir a los prestamistas e inversores tomar decisiones más informadas sobre si invertir en una deuda o un préstamo, y también ayudar a los prestatarios comprender su situación financiera general. La estructuración financiera realizada por las casas de bolsa es un mecanismo estratégico que define entre otros aspectos, las características de la emisión de acuerdo a las necesidades de financiamiento del emisor, el modelo de proyecciones de los estados financieros que permita visualizar el destino que se le daría a los recursos captados y la capacidad de generar saldo de flujo efectivo o caja para el pago de obligaciones que se estarían contrayendo<sup>28</sup>.

## ***2.7. Garantía de las emisiones***

En principio, el titular de una obligación es un acreedor quirografario: el pago del interés pactado y reembolso del capital tienen como sola garantía el patrimonio de la emisora. En algunos casos, la deudora deberá conceder garantías específicas con la finalidad de dar aliciente a la suscripción que serán las mismas para todas las obligaciones de una misma clase o serie. Las obligaciones con garantía especial son aquéllas cuyo pago se asegura afectando uno o varios bienes determinados particularmente susceptibles de hipoteca.

Las emisiones garantizadas se originan cuando la entidad emisora constituye garantías específicas al servicio de sus compromisos de pago. La finalidad protectora que subyace al tope legal con respecto al capital de la sociedad, se hace innecesaria cuando

---

<sup>28</sup> Giannela Marianne Bonito Rivadeneira, “Estructuración financiera de una emisión de obligaciones, como mecanismo de financiamiento de una empresa del sector real, a través del Mercado de Valores” (Maestría en Gestión Financiera y Administración de Riesgos Financieros, Universidad Andina Simón Bolívar. Sede Ecuador. Área de Gestión. 2021), 5 .

se afecta bienes o derechos específicos al cumplimiento de sus obligaciones económicas y cuando los obligacionistas garantizan sus posibilidades de cobro al margen de la situación económica de la sociedad. Por deuda garantizada se concibe al contrato de endeudamiento que el prestatario garantiza con un determinado activo el cumplimiento de sus compromisos financieros asignando al acreedor, en caso de impago o incumplimiento de alguna de las restricciones impuestas, el derecho a la liquidación del activo con objeto que el resultado de la operación se destine a la satisfacción de la deuda incumplida, reteniendo el acreedor, si los ingresos asociados a la venta del activo son insuficientes, un derecho de crédito no garantizado por el importe pendiente de amortizar<sup>29</sup>.

### **2.7.1. Covenants**

Las declaraciones y garantías se refieren a la formalización de hechos, opiniones y estimaciones, que los inversionistas exigen a los emisores que se establezcan por escrito como condición de financiamiento. Abarca aspectos tales como la existencia y solvencia del emisor, la capacidad para abordar la transacción, y estipulaciones de exigibilidad de los contratos de emisión. Los covenants son compromisos asumidos por el emisor con los tenedores de deuda, diseñados para proteger el instrumento financiero según lo establecido en el contrato de emisión. Se logra controlando posibles cambios que puedan ocurrir en la estructura de capital u operaciones que realice el emisor. Cuando los covenants estipulan que el emisor debe seguir una determinada acción, son denominados como positivos, los más frecuentes son aquellos donde el emisor debe pagar obligaciones hasta el vencimiento del contrato de emisión, y mantener su existencia como tal. Cuando los covenants no conllevan a una determinada acción son denominados como negativos; los usuales incluyen la prohibición de emitir deuda adicional o enajenar parcial o totalmente los activos del emisor. Los relacionados a la situación financiera de la sociedad son conocidos como financieros y pueden ser positivos o negativos.

Existen los covenants financieros se refiere que el emisor garantiza cumplir niveles de deuda, liquidez u otros indicadores de solidez financiera; desempeñando un propósito importante al determinar la holgura del emisor para cumplir la obligación financiera, o la capacidad para dar cumplimiento a ésta.

---

<sup>29</sup> Eduardo José Menéndez Alonso. "Por qué las empresas emiten deuda garantizada?". Boletín Económico de ICE n° 2643 colaboraciones del 14 al 20 de febrero de 2000

## ***2.8. Regulación bursátil***

Las normas al respecto señalan las garantías sobre una emisión pueden ser reales y personales; deben denominarse en la misma moneda que se emitan los valores. Las garantías personales serán aprobadas para cada emisor de acuerdo a las condiciones de la oferta pública. Las reales serán aprobadas previo avalúo ambas por la Superintendencia Nacional de Valores; en este último caso tomando en consideración la naturaleza del bien afectado y, condiciones de mantenimiento y custodia. Los bienes dados en garantía deben estar asegurados a favor de los tenedores de valores.

Se prevé las garantías personales bancarias de las instituciones financieras reguladas por las normas nacionales del sector bancario, como de bancos extranjeros, previa reconocida solvencia y calificación de riesgo. Estas deben cubrir el monto total de la emisión autorizada, los intereses y demás gastos que se generen por el proceso de ejecución de las mismas.

En caso de tener que ejecutarse la garantía, los garantes deberán de efectuar el pago de los títulos correspondientes, de sus intereses y honorarios del representante común de los tenedores de valores, dentro del plazo vigente de la respectiva garantía.

NROPCPEV. Art. 35. Garantías personales y reales. Denominación por la moneda. Art. 36. Garantías personales aprobadas por el emisor. Art. 37. Garantías reales. Previo avalúo. Art.38. Garantías personales bancarias. Art. 39. Banco extranjero garante. Sin condiciones. Art. 40. Garantías personales bancarias. Art.41. Garantías personales bancarias vigencia. Art. 42. Garantías emitidas a nombre del representante común de los tenedores de valores. Art.43. Ejecución de las garantías contenido.

## ***3. Oferta pública***

La oferta pública es la base del sistema bursátil que permite la negociación de diferentes valores, contribuyendo con el establecimiento de los precios de mercado de un determinado instrumento y el costo de la intermediación. Está constituido por un conjunto de oferentes y demandantes, que interactúan en el mercado facilitando el establecimiento de los precios de los distintos valores. Se considera a toda invitación, propuesta u ofrecimiento expreso o implícito que proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio de difusión masivo al público -general- o a grupos determinados -restringida-, sea personalmente o a través de intermediarios acreditados. Debe necesariamente estar autorizada y fiscalizada por la autoridad administrativa competente, y para que una emisión o negociación de valores sea considerada como tal, existen varios requerimientos que deben ser cumplidos con la Ley.

En principio la oferta o promesa es definida como la declaración de voluntad por la que el oferente manifiesta su interés en alcanzar la formación de un contrato estableciendo su contenido necesario de manera que este quedará formado si recae la aceptación<sup>30</sup>. Siendo una manifestación de voluntad, hecha por una persona (oferente, solicitante, proponente) a un sujeto determinado (destinatario u oblado) o al público, con la finalidad de celebrar un contrato y debe contener los elementos para su existencia. El destinatario está en la libertad de aceptarla o no.

Según Morles, el público puede identificarse, como una pluralidad de personas que no son designadas individualmente y no han de estar necesariamente o representadas, es decir, un conjunto de personas indeterminadas. La composición del público depende del conocimiento que el conjunto que lo integra llegue a tener de la invitación. Para el oferente le resulta indiferente la condición o calidad del destinatario y éste ni siquiera está obligado a probar haber recibido la oferta. La oferta podría ser restringida a un conjunto de personas que reúna determinadas condiciones<sup>31</sup>.

### ***3.1. Naturaleza jurídica***

Morles establece que la oferta, entendida como propuesta o invitación a realizar un negocio jurídico, pertenece a la fase preparatoria del contrato, al igual que las conversaciones preliminares. Su caracterización corresponde a la de un negocio jurídico unilateral de eficacia provisional destinado a ser sustituido por el acuerdo bilateral definitivo<sup>32</sup>.

Vidal señala, la oferta pública de valores como propuesta dirigidas a personas indeterminadas, es una declaración unilateral de carácter receptivo, y, por lo tanto, sin fuerza vinculatoria mientras no se produzca la aceptación, difiriendo, así de la oferta contractual de la legislación civil. La manifestación de voluntad del oferente es expresa y puede dar contenido a las cláusulas generales de contratación como ocurre en la emisión de obligaciones. Debe ser un oferente con capacidad para realizarla, ser lícita la finalidad que persigue el oferente y los valores ser susceptible de ofertarse en público. Es un acto nominado desde que existe atribuyéndosele identidad propia y establecen un régimen legal. Es de naturaleza mercantil, pues queda comprendida en la categoría de actos de comercio. Las normas que rigen la emisión de susceptibles de oferta pública han previsto formalidades que deben observarse<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup> Antonio Ismael Ruiz Arranz. "La oferta de contrato: vinculación y responsabilidad". Anuario de derecho civil, Vol. 71, N° 4, 2018, págs. 1351-1486.

<sup>31</sup> Morles Hernández. Régimen legal del Mercado de Capitales, 401-410-

<sup>32</sup> Morles Hernández. Régimen legal del Mercado de Capitales, 401-410-

<sup>33</sup> Vidal Ramírez." La oferta pública de valores". 15-25.

### ***3.2. Regulación bursátil***

La oferta pública de valores deberá previamente obtener la correspondiente autorización administrativa de la Superintendencia Nacional de Valores aunado a la inscripción de la emisión correspondiente en el Registro Nacional de Valores, siendo condiciones previas e indispensables para ofrecerlos públicamente en el mercado de capitales. Se considera formalmente presentada cuando la solicitud reúna los requisitos previsto en la Ley como en los formularios e instructivos que dicte la Superintendencia en uso de sus atribuciones. Cumplidos los requisitos pertinentes, se autorizará la emisión y ordenará la inscripción.

La Superintendencia con la finalidad de autorizar la oferta pública, solicitará la información pertinente tomando en consideración el tipo de valor ofrecido, el objeto o ramo de explotación, el capital social del emisor o cualquiera otra circunstancia considerada necesaria. Deberá ser decidida dentro de los veinte días siguientes a la fecha en que el interesado suministró toda la información requerida en las normas pertinentes, salvo se prorrogue dicho plazo. Vencido el plazo inicial o la prórroga otorgada deberá haber un pronunciamiento por el ente rector.

La oferta pública se iniciará dentro de los tres meses siguientes a la fecha de inscripción en el Registro Nacional de Valores salvo se disponga prorrogar por el lapso por tres meses más.

DRVFLMC. Art. 54- 55. Definición de oferta pública. Art. 56. De la información requerida para la autorización de la oferta pública de valores. Art. 57. Suministro de Información de empresas. Art. 58. Plazo para decidir sobre la solicitud de oferta pública de valores. Art.60. Del inicio de la oferta pública de valores.

NROPCPEV: Art. 7. Autorización previa de la Superintendencia Nacional de Valores para realizar la oferta pública. Obligación de suministrar la información requerida. Art. 8. Formalización de la solicitud de oferta pública. Art. Requisito indispensable: Autorización de la oferta pública por la Superintendencia Nacional de Valores e inscripción en el Registro Nacional de Valores. Art. 10. Inicio y prórroga de la oferta pública. Art. 11. Calificación de riesgo. Art. 12. Representación de los valores de la emisión: títulos individuales, globales, macro títulos, anotaciones en cuenta. 13.- Información de los títulos individuales, globales, macrotítulos. Art. 14. Agente de pago o caja de valores.

### ***3.3. Suspensión y cancelación de la oferta***

La suspensión de la oferta implica el retiro temporal de la misma en virtud constatare en su realización vicios establecidos por ley, por orden de la autoridad admi-

nistrativa. La Superintendencia de Valores podría suspenderla cuando existan indicios que en las negociaciones objeto de la oferta se ha procedido en forma fraudulenta, si la información proporcionada resulta insuficiente o no refleja adecuadamente la situación financiera y legal del emisor, incumpliendo la ley y las normas respectivas. La suspensión es temporal por treinta días continuos. Cuando las circunstancias que motivaron la suspensión subsisten se podría prorrogar por el tiempo que la autoridad administrativa la considera pertinente.

Existe la hipótesis de la cancelación de la oferta de valores y consecuentemente la inscripción respectiva en el Registro Nacional de Valores cuando no se han subsanado las causas de suspensión tomando las medidas necesarias para salvaguardar los derechos e intereses de los respectivos inversionistas.

### ***3.4. Retiro de la oferta***

Se prevé el retiro de la oferta de títulos valores por el emisor siguiendo lo establecido por la Superintendencia Nacional de Valores una vez que el solicitante demuestre la culminación del proceso de oferta y notificado el resultado de la misma. En este caso, se prevé su realización por solicitud formal. Deberá ser acordada por la asamblea de accionistas con la representación del ochenta y cinco por ciento (85%) del capital social de la sociedad y en situaciones especiales en un setenta y cinco por ciento (75%); como la aprobación de la totalidad de los tenedores de la deuda.

### ***3.5. Regulación bursátil***

DRVFLMV: Art. 65. De la suspensión o cancelación de la oferta pública de valores. Art. 66. Del retiro de la oferta pública de valores.

NROPCPEV: Art. 126. Causales de revocación de autorización de la oferta pública. Art. 127. Solicitud de retiro de la oferta pública. Art. 128. Acuerdo de la asamblea de accionistas. Art. 129. Relación detallada del volumen de transacciones. Art. 130. Aprobación de la totalidad de los tenedores de la deuda. Art. 131. Reserva de solicitar cualquier otro documento. Art. 132. Cancelación de la inscripción en el registro nacional de valores.

## ***4. Registro Nacional de Valores***

Los registros son sistemas de publicidad concebidos para dar determinados efectos jurídicos a ciertos actos. El cumplimiento de la formalidad de registro podría constituir un requisito de validez. En este sentido, la institución del Registro Nacional de Valores aparece como un sistema de publicidad que facilita a los terceros el derecho

de enterarse del contenido de los asientos registrales, pero también ostenta rasgos de publicidad material<sup>34</sup>. Es un servicio de registro obligatorio cuyo objetivo es el de inscribir las clases y tipos de valores, junto con los emisores y las emisiones realizadas.

Los valores materia de una oferta pública se deben registrar ante la autoridad administrativa competente con la finalidad que la colocación de los mismos se pueda realizar. El objetivo consiste que las características del valor a colocarse, así como los antecedentes de la sociedad emisora y la voluntad corporativa queden inscritos ante la autoridad administrativa, y así ésta, y los potenciales tenedores de los valores puedan hacer valer sus derechos en relación al Principio de Transparencia que debe existir en éstas<sup>35</sup>.

Se trata de un sistema que permite la inscripción y supervisión de los valores emitidos como de los intermediarios bursátiles, proporcionando transparencia y confianza al inversionista al asegurar que las operaciones se realicen de manera adecuada y cumplan con las regulaciones establecidas. De manera general, es de carácter público en la que se inscriben los valores objeto de oferta pública e intermediación en el mercado de valores. En la actualidad, consiste en la asignación de folios electrónicos que constan los asientos relativos a la inscripción, suspensión, cancelación y demás actos relativos a las emisoras y a los valores inscritos.

#### ***4.1. Regulación bursátil***

De conformidad con la Superintendencia Nacional de Valores una vez autorizada la oferta pública, procederá a inscribir los valores en el Registro Nacional de Valores. La autorización y la inscripción serán informados al público en general mediante la publicación en la página WEB de la Superintendencia.

DRVFLMC. Art. 59. Inscripción ante el Registro Nacional de Valores.

### ***5. Principios de información y transparencia***

Cuando el emisor decide emitir valores para la oferta pública, adquiere el compromiso de someterse a condiciones de información más severas, en razón que el mercado exige conocer con mayor precisión posible la situación económica y financiera de la empresa emisora para así permitir al público adoptar decisiones correctas de inversión. La obligación de informar es continua y permanente, no siendo suficiente con la remisión periódica de estados financieros sino con la divulgación de aquellos hechos

---

<sup>34</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 429-423.

<sup>35</sup> Piaggio Torre Tagle, E. "La oferta pública primaria de valores". *THEMIS Revista De Derecho*, (40), 2000, 71-85.



que podrían influir en la toma de decisiones de los inversionistas que se conocen como hechos de importancia o relevantes. Siendo esencial la confianza de sus participantes donde la transparencia se convierte en factor fundamental para obtener y mantener una relación de confianza al tener a disposición del público inversionista o general información suficiente, oportuna y fidedigna que permita tomar mejores decisiones de inversión. Resulta de los mecanismos de acceso oportuno a una información adecuada respecto a los títulos que se negocian: 1) Estándares de contabilidad y de auditoría internacionalmente aceptados 2) Intermediarios honestos, capitalizados y supervisados adecuadamente 3) Posibilidad que los inversionistas formule sus reclamaciones. 4) Leyes que permitan la supervisión y sanción de los que operan en el mercado de manera no adecuada.

### ***5.1. Concepto***

El Principio de Transparencia consiste que el emisor u oferente de títulos valores debe informar correctamente al mercado no sólo respecto de los valores que desea colocar o vender, sino también la realidad de la sociedad emisora, el uso que se le darán a los fondos captados y manera cómo se venderán o colocarán. Tiene por objeto que los inversionistas realmente conozcan la seguridad o riesgo que implican los valores a colocarse pues algunos podrán traer más seguridad que otros para quienes los adquieran. Se exige que la información puesta a disposición debe ser igual para todos los inversionistas, sin quien tenga la obligación de informar se reserve para sí determinada porción de dicha información para obtener provecho propio<sup>36</sup>.

### ***5.1. La corrección***

Morles, señala el valor preponderante de la legislación del mercado de valores es la corrección, para cuyo logro se pone en funcionamiento el principio del suministro de información, que tiene sus manifestaciones propias cuando se trata del intento de toma de control (takeover) de una sociedad cotizada en bolsa. En efecto, la Williams Act, incorpora como parte de la Securities Exchange Act en 1968, adoptó medidas dirigidas a asegurar la entrega y divulgación de información por el promotor de una oferta de compra (tender offer): quien es el oferente, de donde provienen sus recursos, que se propone con la oferta, la protección de los inversionistas. Al lado de esta legislación protectora, la jurisprudencia de los tribunales permitió la construcción de un régimen de acciones defensivas de los administradores y de los accionistas contra los intentos de toma de control hostil. La actividad de adquisición de títulos, inscrita en el principio de libre mercado, tiene como límites no sólo la corrección, sino el derecho de los afec-

---

<sup>36</sup> Piaggio Torre Tagle, E. "La oferta pública primaria de valores". 71-85.

tados a instrumentar medidas de defensa contra un acto hostil o simplemente inconveniente (principio de igualdad)<sup>37</sup>.

## ***5.2. Regulación bursátil***

Las sociedades que hagan oferta pública de valores deben poner a disposición del inversionista y la Superintendencia Nacional de Valores toda la información financiera y legal exigida por las normas que a tal efecto se dicten, con la finalidad de formarse un adecuado juicio sobre la inversión, mediante la publicación de la página WEB de la sociedad emisora y de la Superintendencia Nacional de Valores. Estas deberán de hacer de conocimiento público y a la Superintendencia de manera inmediata todo hechos o evento que puedan influir en la cotización de algunos valores.

DRVFLMC. Art. 61. De la disposición de información.

## ***6. Información privilegiada***

Información que por su naturaleza puede afectar a la cotización de uno o varios valores, o al mercado en su conjunto y que no han sido objeto de publicidad y difusión. Aprovechar dicha información en beneficio propio por las personas que debido a su trabajo o posición tiene acceso a la misma constituye una práctica ilegal. Aquella información sobre la compañía, sus negocios o sus valores, no revelada al mercado y por su naturaleza pueda influir en la cotización de los valores obteniéndola y haciendo uso de estas constituye una práctica ilegal y abusiva.

Según Prado Purga, el concepto de información privilegiada, nace como una consecuencia de la necesidad de mantener los principios que ordena el buen funcionamiento, integridad y equilibrio de los mercados, como son la transparencia, igualdad y confidencialidad encaminados a tutelar eficientemente al inversionista y a la rentabilidad y liquidez de su inversión. Surge como instrumento preventivo, diseñado para evitar cualquier manipulación de pueda alterar la consecución de estos principios y preservar la neutralidad informativa. Doctrinariamente se define como la información con caracteres de relevancia y concreción, no ha sido aún divulgada al mercado, de manera que su conocimiento pertenece a un reducido número de individuos; al acceder a ella, sea por sus funciones o relaciones dentro del mercado de valores, se sitúan en un nivel privilegiado al conocer hechos o antecedentes de importancia por su impacto en el evento que sean divulgados. Es toda información sobre la empresa o mercado de

---

<sup>37</sup> Morles Hernández, Alfredo. "El dictamen de los profesores Romero Uria y Aurelio Menéndez", en El caso del Banco de Venezuela. Tomo III. Colección Opiniones y Alegatos Jurídicos N°8, 55-87. (Caracas, editorial jurídica venezolana, 1996). 55-87

sus títulos, de naturaleza tal que influya en el valor, sea precisa por su contenido cierto en cuanto a su realización y todavía desconocido para el público. Las normas sobre información privilegiada propenden la protección sobre mayor igualdad posible en que debe encontrarse los que negocian en el mercado de valores de tal manera que exista el máximo equilibrio la disponibilidad de información y el más justo uso que de ella se haga<sup>38</sup>.

A través del concepto de información privilegiada se quiere evitar el abuso; significa cualquier conducta que perjudique la integridad de los mercados financieros y confianza pública en los valores y derivados. Incluye: 1) revelación indebida de información privilegiada. 2) negociación de valores a partir de información privilegiada. 3) uso inadecuado de información privilegiada. 4) manipulación de los mercados. Los abusos del mercado y el uso de información privilegiada, su comisión y alentar a otros hacerlo constituyen actividades ilegales.

### ***6.1. Regulación bursátil***

DRVFLMC. Art. 70. Es aquella inaccesible o no disponible al público, de carácter precisa y que, de hacerse pública, influya o pueda influir de manera apreciable sobre la cotización de los valores.

## ***7. Calificación de riesgo***

Son opiniones que reflejan la capacidad de pago de un emisor sobre una obligación determinada. Califica y evalúa de manera cuantitativa y cualitativa la solvencia de una institución. Son opiniones que evalúan la habilidad y disposición de realizar pagos en tiempo y forma de obligaciones presentes (ya sea principal y/o intereses) con respecto a los términos y condiciones de la obligación asumida. En ningún caso implica una recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni una garantía de su pago, y debe ser vista como un insumo necesario, mas no único, que el inversionista debe considerar a la hora de tomar una decisión sobre la inversión ofrecida.

La opinión sobre el riesgo se realiza en base a la información suministrada por el cliente, debe ser precisa, confiable y transparente, para efectuar el objetivo de revelar los riesgos de una compañía o sector y así su capacidad para dar cumplimiento a las obligaciones con terceros. Siendo una de las principales responsabilidades de las calificadoras de riesgo asegurarse que la información recibida de los clientes se encuentre

---

<sup>38</sup> Arturo Prado Puga. Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno. Su alcance, contenido y límites. Revista Chilena de Derecho. Vol. 30. Sección Estudios. N° 2 (2003) pp 237-269.

soportada y documentada, aunque cabe mencionar su función no es llevar a cabo labores de auditoría o supervisión, pues esta les compete a otros como la revisoría fiscal, los auditores internos y externos.

### **7.1. Contenido**

Evalúa el entorno y la empresa, el comportamiento financiero histórico y capacidad de generar flujos para cubrir sus obligaciones y objetivo de la emisión. Para desarrollar el análisis la metodología se basa en tres perfiles fundamentales: un perfil externo que analiza el entorno que se desenvuelve la compañía, un perfil interno que analiza el desempeño de la compañía y un perfil financiero que analiza mediante un modelo de regresión lineal el comportamiento de la empresa comparado con el comportamiento histórico de un amplio conjunto de empresas que han sido calificadas en el mercado de valores.

El proceso consiste en delimitar esta serie de factores que eventualmente podrían incidir negativa o positivamente sobre la capacidad de pago y evaluar la incidencia sobre las finanzas de la empresa y sus posibles efectos adversos. El riesgo es definido como la probabilidad que tiene la empresa de pagar sus obligaciones financieras conforme las condiciones pactadas. Para ello se analizan aspectos cualitativos y cuantitativos del emisor, así como el sector económico que pertenece, para posteriormente alimentar un modelo de riesgo para obtener una calificación final.

### **7.2. Regulación bursátil**

Su objeto social exclusivo es otorgar una opinión independiente, objetiva y técnicamente fundamentada sobre la calidad crediticia de un determinado instrumento de deuda, como la solvencia y seguridad del emitente

DRVFLMV: art. 34.

## **8. Colocación**

La colocación es el proceso que el sujeto emisor de valores en masa hace llegar éstos a través de la negociación, oferta pública o venta privada a los efectos de la suscripción por el público<sup>39</sup>. Está referido a los mecanismos y estrategias puestos en marcha por el emisor para obtener el préstamo del público y se concreta en la suscripción del título ofertado. Se habla de colocación de deuda al momento que una empresa, obtiene financiamiento, es decir, dinero y recursos financieros a cambio de una obligación

---

<sup>39</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 392-398

de pago asumida y que se emite a través de certificados bursátiles o bonos, que deberá pagar con un interés a los inversionistas, en un plazo determinado. Tiene por objetivo la venta de los valores a los inversionistas finales.

En un sentido estricto se habla de colocación en relación con la actividad directa de facilitar la suscripción o adquisición de los valores. Es considerado un servicio que comprende el diseño de la emisión, la distribución de los valores entre el público y el aseguramiento de la colocación. Conllevaría por lo menos las siguientes fases: 1) Salida formal a la bolsa de los títulos emitidos. 2) Colocación mayorista entre inversores institucionales. 3) Colocación minorista entre personas naturales. 4) Abono de los recursos captados en la cuenta del emisor.

### ***8.1. Naturaleza jurídica***

Desde el punto de vista de la ordenación del mercado financiero, el servicio de colocación de emisiones de valores negociables es un servicio de inversión y no una operación bancaria. Desde la perspectiva del derecho de las obligaciones y contratos, la actividad de colocación es una actividad de mediación por cuenta del oferente en la distribución al público de los valores mobiliarios objeto de una oferta pública. Las entidades colocadoras son auxiliares externos del emisor en la realización del negocio de emisión; siendo un mandato mercantil o comisión por consistir en la promoción de un producto, y la distribución en el mercado del mismo, se sitúa en las cercanías del contrato de agencia; considerándolo que el agente actuando en forma autónoma y en virtud de una relación estable, promueve contratos en nombre y genera clientela a favor de otra llamada proponente. La entidad colocadora puede actuar en nombre del oferente o en nombre propio, debiendo desempeñar por sí misma el encargo recibido y no puede delegarlo sin previo consentimiento del oferente. Cuando en el contrato queda reservado a la entidad colocadora la elección de la persona en que puede delegar, responde de la gestión del sustituto o subcolocador.

Morles señala la colocación de los títulos: suscripción o adquisición por el público; significa en todo caso, el perfeccionamiento de un negocio de mutuo entre el sujeto emisor y los suscriptores; pues es la intención de la declaración unilateral contenida en los títulos. Las relaciones entre los titulares de las obligaciones y emitentes serán las relaciones entre el mutuante y el mutuario. La posterior adquisición de valores en circulación es un negocio de compraventa de títulos, siendo en acto subyacente de la transferencia una venta o cesión de créditos, en base al artículo 1549, del Código Civil venezolano<sup>40</sup>.

---

<sup>40</sup> Morles Hernández. *Curso de Derecho Mercantil*. Tomo II, 915-917.

## ***8.2. Intermediación***

La complejidad, celeridad y variedad de las transacciones que se realizan en el mercado de valores hacen que resulte imprescindible la intervención de terceros, a quienes se les denomina intermediarios, dentro de la negociación de los valores mobiliarios. La problemática económica y financiera que encierra cada una de las operaciones para realizarse justifica, de una forma u otra, la intervención en las transacciones de agentes que cuenten con información superior a la del inversionista común, y con un mayor grado de conocimiento respecto del mercado que se desenvuelven las operaciones mercantiles<sup>41</sup>.

En este sentido los agentes de bolsa – incluye de colocación- es un profesional acreditado sobre mercado de valores o entidad especializada quien actúa como intermediario entre los compradores y vendedores de valores negociables. Realizan operaciones de compra y venta de valores en nombre de sus clientes recibiendo una comisión por servicios. Pueden proporcionar asesoramiento sobre inversiones y estrategias de inversión. Ayudan a sus clientes a establecer objetivos financieros y desarrollar planes para alcanzarlos. En general, son regulados por organismos gubernamentales para garantizar la protección del inversor e integridad del mercado estableciendo requisitos de preparación, licencias y regulaciones con la finalidad de asegurarse que estén capacitados y actúen de manera ética en el mejor interés de sus clientes.

Sus funciones se destacan: A) Asesoramiento sobre las oportunidades de inversión. Evalúa el perfil de riesgo del cliente, sus necesidades y objetivos financieros y ofrece consejos sobre cómo invertir su dinero. B) transacciones de compra y venta de activos financieros en nombre de sus clientes. C) análisis del mercado para identificar oportunidades de inversión y tendencias de mercado, y posibilidades de riesgo. D) ejecuta órdenes de compra y venta de activos financieros en nombre de sus clientes. E) gestiona la cartera de inversión de sus clientes, supervisando y evaluando regularmente su desempeño y realizando ajustes según sea necesario. F) investigaciones exhaustivas sobre el mercado financiero y activos en los que está invirtiendo para mantenerse actualizado.

## ***8.3. Regulación bursátil***

La colocación primaria podrá ser realizadas directamente por el emisor o por agentes de colocación contratados por este. El precio para la oferta pública o las metodologías de cálculo deberán establecerse en el prospecto aprobado en la emisión,

---

<sup>41</sup> Aldo Reggiardo Denegri. "Intermediación bursátil, el contrato de comisión mercantil y su relación con los intermediarios bursátiles". Facultad de Derecho. Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP) THEMIS Revista De Derecho, (40), 49-60.

debiendo mantenerse durante este periodo de la colocación. Se tendrá que establecer por el emisor el lapso o plazo de tiempo que realizara la colocación de la emisión no pudiendo exceder de seis meses, comenzando a correr a partir de la fecha de su inicio; indicada en el respectivo aviso publicado en algún diario de alta circulación digital, en la página WEB del emisor o representante común. La Superintendencia Nacional de Valores a solicitud del emisor podría prorrogar este plazo hasta por seis meses adicionales siempre y cuando se actualice la información contenida en el prospecto y los dictámenes de las calificadoras de riesgo si los hubiere.

NROPCPEV: Art. 15. Colocación primaria. Realización. Art. 16. Precio de la oferta pública. Art. 17. Publicidad de la oferta pública. Art. 18. Indicación del plazo que se realizara la colocación. Art. 19. Colocación primaria directa.

## ***8.4. Tipos de colocación***

### ***8.4.1 Colocación primaria o directa***

La colocación primaria es la venta de títulos valores que se realizan por primera vez entre los inversionistas, de modo la captación de recursos beneficia directamente a las compañías emisoras. A partir de ese momento pueden ser objeto de continuas y sucesivas negociaciones entre diversos inversionistas, mientras los derechos y obligaciones incorporados en los títulos se encuentren vigentes.

### ***8.4.2. Colocación secundarias o indirectas***

El emisor acude a una entidad profesional, conocedora y especializada en el mercado de capitales para encargarse en todos los aspectos y detalles necesarios para estructurar una emisión. Estos agentes conocidos como underwriters o bancos de inversión son mediadores entre las empresas que emiten los instrumentos y el público que los adquiere. Asumirían el compromiso de colocar o distribuir la emisión en algunas de las formas contractuales consagradas en las prácticas financieras, buscando reducir o minimizar los riesgos de espera, en la determinación del precio de la salida de la emisión u oferta y comercialización o distribución de la emisión.

#### ***8.4.2.1. Tipos de colocaciones indirectas***

##### ***a) colocación en firme:***

El intermediario adquiere la emisión de títulos (total o parcial) y asume el riesgo de la colocación. La entidad financiera realiza el pago de la emisión total a la empresa emisora, aunque pragmáticamente se realiza un depósito importante y no total con la finalidad que la diferencia obtenida por las colocaciones se constituya en la ganancia

por la operación para el intermediario. Rodríguez Rodríguez asevera la sociedad emisora puede contratar la entrega de todas las obligaciones y, por consiguiente la asunción del crédito integro que se le concede a un grupo de personas que las tomen en firme, bien con el propósito de conservarlas para mantenerse en calidad jurídica de acreedores de la sociedad, o bien con la intención de ir las lanzando paulatinamente al mercado, a medida que la situación financiera de la empresa la vaya aconsejando, para obtener un beneficio con esta retransmisión de las obligaciones. Es de carácter privado, instantánea o simultánea, resulta el más cómodo para la sociedad emisora<sup>42</sup>.

#### ***8.4.2.1.1. Regulación bursátil***

Los agentes de colocación que actúen en firme deberán adquirir la totalidad de los valores al inicio de la emisión y ofrecerlos al público al precio y condiciones establecidas en el prospecto. Registrar contablemente estos valores adquiridos, conforme a lo previsto en los manuales y normas dictadas al efecto.

NROPCPEV: Art.23.

#### ***b) Colocación garantizada***

El emisor, habiendo definido la emisión de las acciones u obligaciones requeridas, para asegurarse la suscripción total de la emisión, establece un contrato con el intermediario, donde se estipula la obligación de comprar los títulos o acciones remanentes una vez terminado el plazo del convenio.

#### ***8.4.2.1.2. Regulación bursátil***

Una vez finalizado el plazo de colocación deberán adquirir el remanente de los valores no colocados, registrarlos contablemente y ofrecerlos al público, conforme a lo previsto en los manuales y normas dictadas al efecto. La Superintendencia Nacional de Valores podrá requerir la constitución de garantía real o fianza otorgada por una institución del sistema financiero nacional, hasta por una cantidad equivalente al cien por ciento (100%) del monto asignado a colocar.

NROPCPEV: Art.24.

---

<sup>42</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.



### ***c) Colocación al mejor esfuerzo***

El intermediario se obliga a desplegar sus mejores esfuerzos para colocar la emisión, sin asumir riesgos. No habiendo financiamiento inmediato<sup>43</sup>.

#### ***8.4.2.1.3. Regulación bursátil***

Los agentes de colocación bajo esta modalidad en ningún caso podrán adquirir los valores que integren la emisión que estuvieren participando, hasta tanto la misma no hubiere sido concluida.

NROPCPEV: –art. 25-

### ***8.5. Contrato de colocación***

Es el celebrado entre el emisor y uno o más agentes de colocación con el objeto de lograr la suscripción por el inversionista de los valores de una determinada emisión o series. El servicio comprendería el diseño de la emisión, la distribución de los valores entre el público y el aseguramiento de ésta. En un sentido estricto, está referida en relación con la actividad directa de facilitar la suscripción o adquisición de los valores. En sentido amplio, comprendería los servicios de inversión que consisten en la mediación por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación y en el aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta; como actividad complementaria consiste en prestar servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento, entre otros.

En el contrato de colocación participan el emisor y la entidad colocadora; siguiendo a Morles, en el proceso deben distinguirse: las relaciones del emisor con los intermediarios y los intermediarios entre sí, a los efectos de la colocación de la emisión, y el negocio de suscripción. Los inversores no son parte del contrato de colocación<sup>44</sup>.

#### ***8.5.1. Regulación bursátil***

Los contratos de colocación primaria debidamente suscritos deberán ser remitidos a la Superintendencia Nacional de Valores con la finalidad de la autorización para hacer la oferta pública.

NROPCPEV: Art.21.

---

<sup>43</sup> Gustavo Ruiz Torres. "El contrato de underwriting". Cuadernos de Investigación y Jurisprudencia. Año 3/Nº 8 (abril- julio 2005) 115-125

<sup>44</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 392-398

## ***8.6. Agente de colocación***

Es el agente de valores o puesto de bolsa que actúa entre el emisor y el inversionista con el objeto de realizar la suscripción de una emisión de valores en el mercado primario. Este término refiere a las personas y empresas que prestan servicios de intermediación en los mercados de valores, tanto en el principal como en los secundarios, de manera que, facilitan e incluso realizan operaciones de compra y venta de valores que cotizan en tales mercados.

## ***8.7. Orden bursátil***

Es una instrucción o solicitud que el inversor envía a su intermediario financiero para comprar o vender valores en un mercado bursátil. La forma en que los inversores comunican su intención de ejecutar una transacción. La función principal es la de proporcionar instrucciones claras y precisas al colocador sobre cómo el inversor quiere operar con un activo financiero determinado. Especifica qué acción quiere realizar el inversor (comprar o vender), sobre qué instrumento financiero (acciones, bonos, derivados, etc.) en qué cantidad y bajo qué condiciones. Es una propuesta de negociación, gestionada en última instancia por un miembro del mercado, que se realiza bien a solicitud del inversor (cuenta de terceros) o por cuenta propia de una entidad. Debe especificar como mínimo el valor sobre el que se opera, el tipo de transacción (compra o venta), la cantidad y el precio.

### ***8.7.1. principio de mejor ejecución***

Cuando el inversor ordena la compra o venta de un producto financiero, la entidad debe ejecutar la orden tratando de conseguir el mejor resultado posible, es lo que se denomina “mejor ejecución”. El intermediario o colocador debe identificar los centros de negociación más adecuados teniendo en cuenta una serie de factores: el precio, los costes, la rapidez y la probabilidad de ejecución. El parámetro más importante particularmente para el pequeño inversionista es el precio y los costes totales de ejecución, o la cantidad total que se deberá desembolsar o que recibirá por la operación, incluyendo todos los gastos y comisiones de ejecución, compensación y liquidación, incluso las que puedan ser abonadas a otros intermediarios que intervengan en la operación. El intermediario bajo el parámetro del principio de transparencia debe informar y recabar al inversor bajo previo consentimiento la política de ejecución que tengan definida. Si la orden no se ha ejecutado en los mejores términos posibles, se podría solicitar al intermediario que justifique no haber seguido la política de ejecución aceptada.

Las empresas que prestan servicios de inversión, al ejecutar órdenes de clientes, deben adoptar todas las medidas suficientes para obtener el mejor resultado posible

para éstos, teniendo en cuenta diferentes variables: el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de ejecución y liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden. Deberán aplicar una política de recepción, transmisión y ejecución de órdenes o cuando se ejecute directamente en un centro de ejecución o transmitiéndolas a otras entidades o intermediarios para su ejecución final<sup>45</sup>.

En resumen, el principio de mejor ejecución abarca: 1) *Ámbito de aplicación de la política*: a) Instrumentos financieros. b) Clientes. 2) *Selección de los centros de ejecución e intermediarios*: a) Etapas para la selección que garanticen la mejor ejecución b) Aplicación de las etapas a cada instrumento financiero. 3) *Solicitud de cotización previa*. 4) *Consideración de las instrucciones específicas de los clientes*. 5) *Procedimiento de comunicación a los clientes de la política de ejecución*. 6) *Obtención del consentimiento del cliente de la política de ejecución*. 7) *Procedimiento de supervisión y control del cumplimiento de la política de ejecución*<sup>46</sup>.

### ***8.7.2. Enrutamiento de órdenes***

Se refiere al mecanismo mediante el cual se dirigen las ordenas desde los inversores a varios centros de negociación, como bolsas o sistemas de negociación alternativos. Tiene en cuenta los siguientes parámetros:

1. *Algoritmos de enrutamiento*: los corredores emplean algoritmos sofisticados para determinar dónde enrutar una orden en función de reglas y parámetros predefinidos. Estos consideran factores como las oportunidades de mejora de precios, la liquidez disponible, la volatilidad del mercado y las obligaciones regulatorias.

2. *Enrutamiento de órdenes inteligente (SOR)*: evalúa dinámicamente múltiples centros de negociación en tiempo real para optimizar los resultados de la ejecución. Monitorean continuamente las condiciones del mercado y ajustan las decisiones de ruta en consecuencia.

3. *Acceso directo al mercado (DMA)*: Permite a los inversores evitar el proceso tradicional de enrutamiento de órdenes accediendo directamente a los lugares de negociación. Proporciona un mayor control y transparencia sobre el proceso de ejecución. Particularmente beneficioso para los inversores institucionales que requieren acceso a los mercados de alta velocidad y baja latencia.

---

<sup>45</sup> BBVA. Resumen de la Política de Ejecución de Órdenes. Febrero 2023.

<sup>46</sup> Ceca bank. “Políticas de mejor ejecución de órdenes”. Abril 2021.

4. Pago por flujo de órdenes (PFOF): Es una práctica controvertida en la que los corredores reciben una compensación de los creadores de mercado o proveedores de liquidez por dirigirles las órdenes de los clientes.

### ***8.7.3. Libros de órdenes***

Es una tabla, digital o a mano, en la que se recogen todas las órdenes de compra y de venta que se están realizando en tiempo real respecto a un instrumento concreto en el mercado de valores. En inglés se denomina order book. En general, refleja el sentimiento general del mercado respecto a un producto determinado porque muestra si la mayoría de los participantes quiere comprar o vender éste.

### ***8.7.4. Motor de coincidencia***

Es un software diseñado para conectar a compradores y vendedores en los mercados financieros. Una vez que se crea la orden, el motor de coincidencia la procesa y empareja. Es un instrumento informático que cuenta el intermediario extremadamente diligente y eficaz –en teoría– que procesa cientos de órdenes en fracción de segundo. El motor revisa las órdenes y conecta a los compradores y vendedores en función de sus criterios estipulados. La coincidencia funciona siguiendo dos reglas clave: precio y tiempo. El motor de coincidencia emparejará primero las órdenes con el mismo precio. Si hay varias órdenes con el mismo precio, las prioriza en función de la hora en la que se crearon. En el mundo del trading, esto se conoce comúnmente como “prioridad precio-tiempo”.

### ***8.7.5. Emparejamiento***

Una vez que la orden bursátil se ha enviado al colocador, este la transmite al mercado correspondiente, donde se empareja con otra orden que cumpla las mismas condiciones, pero en sentido contrario: si se envía una orden de venta, el sistema buscará una orden de compra que coincida con las condiciones, y viceversa. Este proceso de emparejamiento de órdenes se realiza de forma electrónica y automatizada en la mayoría de los mercados modernos. Cuando las órdenes se han emparejado, se realiza la transacción, y las acciones o valores se transfieren del vendedor al comprador, mientras que el dinero se transfiere en sentido contrario. Una vez completada la transacción, el agente de colocación informará al inversor sobre el resultado de la orden.

### **8.7.8. Ejecución de la orden**

Una vez que se ha ejecutado la orden, la entidad debe proporcionar al cliente, de manera inmediata, la información esencial sobre esta, en la que destacan los siguientes datos: 1) Fecha y hora de la ejecución. 2) Tipo de orden. 3) Identificación del centro de ejecución y del producto financiero. 4) Indicador de compra o venta, volumen y precio unitario. 5) Suma total de los gastos y comisiones repercutidos.

El importe de los gastos y comisiones asociados a una operación en bolsa pueden tener una incidencia significativa en la rentabilidad final. Se pueden distinguir:

1) Costes de intermediación. Son los que cobra el intermediario por la recepción, transmisión, ejecución y liquidación de la orden; en resumen, por todos los pasos que tiene que realizar para recibir y verificar la orden del cliente, introducirla en el mercado y anotar en las cuentas del cliente los resultados de la operación.

2) Comisiones de administración y custodia. Deben estar detallados en el contrato de depósito que tenga firmado con el intermediario. En caso de la venta de valores, el intermediario quien los tiene en depósito, cobrará la comisión de administración y custodia que corresponda, según el periodo transcurrido desde la liquidación anterior hasta el momento de la venta.

3) Cánones de contratación de la bolsa. El intermediario traslada al cliente los corretajes y gastos que cobran los mercados, en función del efectivo negociado.

### **8.7.4. Regulación bursátil**

DRVFLMV: Art. 6. Corredor público. Art. 7. Sociedad de corretaje. Art.8. Casa de Bolsa. Art. 9. De las formas de constitución de las Sociedades de Corretaje y Casas de Bolsa. Art. 10. De los requisitos de autorización de las Sociedades de Corretaje y Casas de Bolsa. Art. 11. Autorización de las personas extranjeras. Art. 12. De la tipología y actividades de las Casas de Bolsa y Sociedades de Corretaje de Valores. Art. 13. De las índices garantías de riesgo, fianza y/o garantías reales. Art. 14. De los sistemas de administración de riesgo. Art. 15. De las prohibiciones.

NROPCPEV: Art.19. El emisor debe apoyarse sobre agentes de colocación en caso de una emisión primaria. Art. 20. El emisor, agente de colocación y distribuidores deberán ajustarse estrictamente a las disposiciones relacionadas con la colocación primaria de la emisión establecidas en el prospecto como los contratos de colocación primaria y sus modificaciones autorizadas por la Superintendencia Nacional de Valores. Art. 22. Celebración de contratos de distribución con Sociedades de Corretaje y Agentes de Bolsas. Art. 26. Preferencia a pequeños y medianos inversionistas. Art. 27.

Registro diario de las ofertas de compra que reciban, las operaciones que realicen y consignación de la colocación. La Superintendencia Nacional de Valores podrá requerir información en cualquier oportunidad.

## **9. Suscripción**

En virtud, de la emisión de títulos de deuda, la empresa emisora asume un pasivo frente a los oferentes de capital, que suscriben la referida emisión; toda vez, al suscribirla otorgan préstamo a favor de la emisora. Por consiguiente, la emisora aparte de estar obligada a devolver el capital prestado, dependiendo de los términos concretos de la emisión, se obliga también al pago de determinado interés (cupón) a favor de los suscriptores de dicha emisión (prestamistas). Este título de deuda, por lo general es identificado de renta fija, que la sociedad emisora está obligada a honrarlos a su vencimiento (plazo de redención) cualquiera que fuesen sus resultados económicos al término de determinado ejercicio. La razón de esto estriba, a diferencia de los títulos de renta variable, el inversionista suscriptor de los títulos de deuda no asume el riesgo inherente a la gestión social de la empresa razón por la cual el título debe ser pagado cualquiera fuese el resultado económico de dicha gestión social. El inversionista siempre tendrá derecho a recibir determinada rentabilidad (utilidad o ganancia), tenga o no éxito la inversión a la que se hayan destinado los recursos financieros<sup>47</sup>.

El día de suscripción de la orden, se realiza el correspondiente registro informático de los movimientos de los valores; es decir, desde ese momento queda registrado el cambio consecutivo de titularidad de los valores como consecuencia de la compraventa. En todo caso, la comunicación de la ejecución implica la disponibilidad de los valores por el inversor y el dinero efectivo por el emisor desde el momento de la suscripción; por lo general, las entidades permiten al cliente operar sin agotar estos plazos, calculando el importe neto que corresponde cargar o abonar al cliente y dando mayor agilidad a la operación.

La declaración de aceptación de la oferta, emitida por el inversor constituye una declaración de voluntad contractual por la que su autor manifiesta al proponente de suscribirla de conformidad con los términos y de adherirse a la misma, dando lugar al nacimiento de un contrato de mutuo. Tratándose de una oferta al público dirigida a una pluralidad de destinatarios, no es único el contrato perfeccionado, sino se perfeccionan tantos contratos de compraventa como aceptaciones válidas se reciban de acuerdo con lo señalado en el prospecto de oferta. Se trata de un acto de adhesión, que el suscriptor se limita a admitir todas y cada una de las condiciones señaladas por la sociedad

---

<sup>47</sup> Percy Barreto Quineche. "La emisión de instrumentos representativos de deuda". *Ius et Veritas.*" 18, 182-193

emisora<sup>48</sup>. Pudiéndose considerarse una declaración de voluntad dirigida a la sociedad tendente a la adquisición de la condición de obligacionista, mediante la adhesión al contrato de emisión. Se realiza en un período fijado por el emisor<sup>49</sup>.

La oferta publica contiene una propuesta de suscripción de las obligaciones ofertadas. La aceptación por la suscripción genera la concreción de la relación jurídica con el oferente, extinguiéndose la oferta publica respecto del oferente en la medida que surjan nuevos aceptantes. La naturaleza de la relación jurídica que se entabla depende de las características de la emisión de los valores que fueron objeto de la oferta pública sean títulos sobre obligaciones o acciones<sup>50</sup>. La suscripción de la obligación se considera una declaración de voluntad dirigida al emisor con la finalidad de adquirir la condición de obligacionista, mediante su adhesión al contrato de emisión.

Morles señala a través de la aceptación del suscriptor se perfecciona el contrato de mutuo colectivo que los títulos valores representan, y se rige; reconduciendo el acto de suscripción de una obligación a un contrato de compra-venta; el destinatario ocuparía el mismo lugar del comprador y el emisor el lugar del vendedor; apareciendo la oferta publica como una propuesta de venta<sup>51</sup>. A través de la suscripción se perfeccionaría el préstamo de dinero al ente emisor de la obligación.

### ***9.1. Suscripción total***

Rodríguez Rodríguez observa el hecho si la suscripción de las obligaciones por convocatoria al público presenta las mismas características que la emisión de acciones en iguales circunstancias. En materia de acciones el principio general es la suscripción íntegra del capital a excepción denominada acciones en tesorería. Se plantea si en la propuesta de una emisión por una cuantía determinada, debiese suscribirse todas las obligaciones para que el compromiso con cada obligacionista sea firme y válida la emisión o reducirse a la cuantía prevista si faltan suscriptores. Establece que todo dependería de lo dispuesto en el programa y en el acta de emisión, ya que, si estableció una posible reducción de la emisión, esta podrá hacerse lícitamente. Otros autores entienden por regla general, la suscripción de obligaciones es válida, aunque no cubra el monto previsto, salvo naturalmente una expresa manifestación en contrario; porque incumplida la suscripción de las obligaciones no afecta la esencia de la sociedad y la deficiencia de las suscripciones no agrava los riesgos de los suscriptores. Al contra-

<sup>48</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.

<sup>49</sup> Álvaro Carrera Villagrán. "Las obligaciones: controversias de las obligaciones convertibles en acciones" (Madrid, Universidad Pontificia de Comillas- ICADE, abril 2014), 29-30

<sup>50</sup> Vidal Ramírez. "La oferta pública de valores". 15-25

<sup>51</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 401-410-

rio, hay tratadistas que defienden la suscripción no es perfecta y la obligación de cada suscriptor no es válida hasta efectuarse la íntegra colocación de todas las obligaciones previstas en el acta de emisión<sup>52</sup>.

## **10. Desembolso**

Una vez suscritas las obligaciones, el obligacionista debe entregar el importe del desembolso, que puede ser total o parcial. La sociedad emisora queda obligada a entregar al obligacionista los títulos o practicar las anotaciones en cuenta, según los casos, y al cumplimiento de las obligaciones asumidas frente al obligacionista en la forma establecida en la emisión.

### **10.1. Precio de la obligación**

El capital financiero, como recurso obtenido por intermedio del financiamiento, conlleva un costo por el capital invertido. Dicho costo equivale a la retribución obtenida por el capital financiero utilizado en la producción de bienes y servicios que se denominada rendimiento o interés. Los sujetos que disponen de dinero en efectivo pueden optar por invertirlo, con lo cual posponen la oportunidad de consumir en el momento, representando su costo de oportunidad, circunstancia por la que aspirarán obtener algún tipo de interés remuneratorio, como compensación por la no utilización propia de dichos recursos; se suele determinar como un porcentaje de la cantidad de dinero prestado, está esencialmente establecido en función sea del riesgo de la operación subyacente, según la garantía proporcionadas por el solicitante del crédito, y del plazo concedido por el referido financiamiento<sup>53</sup>.

Con respecto al precio de la obligación puede considerarse como una inversión para quien adquiere los títulos, en la que se entrega el importe o precio con la finalidad de recibir en plazos futuros ciertos reembolsos en concepto de interés y capital, constituyéndose una deuda para el emisor del título. En este caso, partiendo del concepto básico que el precio es la cantidad de dinero que está dispuesto a pagar un comprador por un bien, sin embargo, en el área bursátil no siempre resulta fácil determinar ese precio. En el particular, existen una serie de “fórmulas” para determinar si un valor resulta barato o costoso; existiendo diferentes recursos que los inversores pueden consultar y sirven para operar de una forma más racional en los mercados. El precio de una obligación significa al que se cotiza en el mercado en un momento determinado.

---

<sup>52</sup> Rodríguez Rodríguez. “Derecho Bancario”, 339-485.

<sup>53</sup> Fred Aarons. “Las tasas de interés y el rol de los Bancos Centrales: Una visión comparada”. Revista de Derecho Mercantil. N° 11. Homenaje a José Muci Abraham. 2023, pp. 152-177.



La valoración o cálculo del precio teórico de un título tiene la finalidad de establecer una estimación razonable de su valor y dar una opinión sobre el nivel de cotización del título. Cuando el estudio de los datos económico y financieros de la empresa emisora, así como su comportamiento futuro, presenta rasgos favorables puede concluirse que es interesante comprar un título. La evaluación tiene por objeto determinar un valor razonable; puede o no llegar hasta el cálculo exacto de su valor, sino simplemente dar una opinión sobre si su cotización es o no demasiado alta.

Particularmente las obligaciones ofrecidas en bolsa se consideran un instrumento de renta fija, debido a que hay un monto exacto a pagar en una fecha delimitada; este comportamiento hace que el proceso de estipulación del precio sea bastante peculiar y se basa en el tipo de interés que recibirá el inversionista. En consecuencia, esta tasa de interés es la que determina si es rentable o no para la entidad que está comprando la deuda. Para calcularlo es necesario valorar la cantidad de obligaciones que ha hecho la empresa, prima de liquidez y el riesgo por falta de pago.

En principio, cuando mayor es el interés ofrecido por el emisor, particularmente porque el pago por la inversión se percibe o resulta riesgosa, el valor o precio de la obligación tiende a bajar; al contrario, y a menor tasa de interés, el riesgo del pago de la inversión es menor incluso nula; en consecuencia, el precio de la obligación tiende a aumentar. En conclusión; mientras mayor sea la tasa de interés el precio de la obligación disminuye y viceversa, a menor tasa de interés aumenta el precio del bono. Cuando sube la tasa de interés y cae el precio del bono, ello quiere decir que está aumentando la percepción del riesgo sobre el pago de ese bono y por tanto para el emisor el financiamiento se encarece. De esta forma, en el precio de un bono está contenida información sobre el riesgo particularmente de la economía en general.

## ***10.2. Rendimiento de la obligación***

Uno de los conceptos de importancia para la determinación del valor de la obligación se relaciona con el concepto de flujo de fondos que determina el dinero que ingresa por ventas, préstamos e inversiones. También, representa las salidas de efectivo de la compañía por concepto de dinero gastado en suministros, préstamos y personal. En perspectiva, el valor de una obligación, como cualquier otro activo, no es más que el valor actual de los flujos de fondos que va generar en relación con el tipo de interés al que se deben descontar esos flujos. El tipo de interés es la rentabilidad que obtendría el inversor exigido por el mercado particularmente por el nivel de riesgo y plazo del bono; varía a lo largo de la vida del bono. Flujo de Fondos o de Caja Futuro del bono será la suma de los servicios de interés y capital del instrumento. Será futuro, porque se calculan los pagos hasta su vencimiento. La rentabilidad de un título valor está referida al beneficio que se puede obtener durante un periodo de tiempo en función de la cantidad que se cancelada para la obtención de éste en la emisión.

En principio, el emisor de la deuda debe hacer los esfuerzos necesarios para que la inversión se concrete según el nivel previsto y los márgenes de ganancia proyectados sean los esperados. Si las premisas que sustentan las proyecciones económico-financieras de una alternativa de inversión no se cumplen, el riesgo de perder aumenta; la deuda en lugar de ser conveniente, se vuelve en un problema crítico para el empresario, llegando a poner incluso en peligro el futuro de la empresa. El endeudamiento para la inversión por el emisor tiene su proceso de maduración en el tiempo, por lo que la generación de recursos financieros tiende a ser gradual, razón por la cual el financiamiento de la inversión tiene que realizarse con productos o instrumentos de mediano y largo plazo, es decir, con recursos financieros cuyo periodo de devolución sea concordante con la evolución del negocio financiado. Monitorear a través de los diferentes indicadores un negocio y su evolución permite a las empresas ser más transparentes y se conozca realmente su situación. Permite conocer el modelo de amortización de la empresa en un determinado momento de tiempo.

### ***10.3. Volatilidad de la obligación***

La volatilidad del mercado financiero es definida como la tasa que el precio de un activo puede subir o bajar, teniendo en cuenta un conjunto particular de rendimientos. El método más común es observar la desviación estándar de los rendimientos anuales durante un período de tiempo determinado. Sirve como medida para evaluar el riesgo de una inversión en particular; a la vez para la fijación de precios de los activos para medir las fluctuaciones en los rendimientos. Cuando la volatilidad es alta, los riesgos son mayores y viceversa. A su vez, cuando se utiliza la volatilidad en la fijación de precios de los activos financieros, se puede ayudar a estimar las fluctuaciones que probablemente ocurran en el corto plazo. Si el precio de un activo fluctúa rápidamente en un corto período de tiempo, se considera altamente volátil. En la misma dirección, se entiende que un activo cuyo precio se mueve más lento durante un período de tiempo más largo tiene baja volatilidad.

#### ***10.3.1. Tipos de volatilidad***

Existen dos enfoques clave para considerar la volatilidad de un título valor. La volatilidad implícita estimada de un activo y refleja la manera en la que el mercado ve dónde debería estar la volatilidad en el futuro, pero no pronostica la dirección en que se moverá el precio del activo. La volatilidad realizada / histórica: forma de medir estadísticamente cómo oscilan los rendimientos de un activo en particular cuando se analizan en un período de tiempo acotado. Normalmente, la volatilidad histórica se mide estableciendo la desviación promedio de un instrumento financiero de su precio promedio durante un período determinado.

La desviación estándar tiende a ser la medida más común de la volatilidad realizada, aunque existen otros métodos utilizados para calcular ese rendimiento. La seguridad de riesgo es aquella que tiene un alto valor de volatilidad histórica, aunque, en ciertos tipos de operaciones, no es necesariamente un factor negativo ya que las condiciones alcistas y bajistas podrían ser un factor de riesgo.

En relación con estas dos mediciones, la volatilidad histórica (mirando hacia atrás) sirve como medida de referencia, la volatilidad implícita (mirando hacia el futuro) define los valores relativos de los precios de los activos. Si las ambas mediciones muestran valores similares, se considera que el activo tiene un precio justo sobre la base de normas históricas. Por esta razón, los inversores suelen buscar las desviaciones de este equilibrio para lograr establecer si los activos están sobrevalorados o infravalorados.

## ***11. Redención de la obligación***

Es el proceso que se devuelve el dinero a los obligacionistas y la compañía emisora cancela el pasivo contraído. Las obligaciones son documentos que refieren el compromiso o constituyen una promesa escrita de pago de una cantidad de dinero a término determinado como valor y fecha de redención. Las obligaciones generalmente se emiten con un valor nominal, con una tasa de interés que se expresa como pagadera en fechas fijas. El valor de redención se refiere al monto que se les reembolsa a los tenedores de los mismos al terminar su vigencia, que es presentado como un porcentaje del valor nominal.

### ***11.1. Reembolso***

Es una operación económica que recibe de nuevo una cantidad de dinero o bienes que previamente se había abonado o entregado a un cliente, en circunstancias diversas. Representa el pago de dinero que el emitente está obligado a pagar al obligacionista en concepto de devolución de su préstamo. En las operaciones bursátiles, el reembolso se refiere a la recuperación de todo o parte del capital que un inversor colocó como fondo de inversión, es decir, la devolución o pago de una emisión de títulos o de una deuda. En consecuencia, en el título valor emitido, resulta esencial que se prevea la fecha en que deberá efectuarse el reembolso del importe del crédito concedido por los obligacionistas<sup>54</sup>. El valor del reembolso es el precio que el emisor paga por el título en el momento de la amortización. Puede coincidir o no con el valor nominal y está previsto desde el origen de la emisión.

---

<sup>54</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.

### ***11.1.1. reembolso por rescate***

La empresa que emite las obligaciones devolverá el préstamo antes de su fecha de vencimiento (también conocido como amortización de las obligaciones). Este pago por anticipado se podrá realizar, entre otras, bien mediante la conversión de las obligaciones en acciones, por acuerdo entre la empresa y el sindicato de obligacionistas o por adquisición en bolsa de valores sin perjuicio de la fijación de un límite temporal máximo para reembolso de todas. Es el pago de todos los títulos existentes en un momento determinado, aun antes de que llegue el plazo límite de pago previsto en el acta de emisión.

Rodríguez Rodríguez plantea en caso de restitución anticipada por voluntad de la emisora de las obligaciones emitidas; si la emisora pudiese constreñir a los obligacionistas a recibir por anticipado el importe del préstamo realizado. Esta modalidad dependería de que se haya pactado o emitido en el acta de emisión una cláusula de restitución anticipada a favor de la emisora. Si en el acta de emisión, la deudora del crédito hizo constar de un modo expreso que en caso de conveniencia o necesidad podrá proceder a restituir por anticipado el crédito representado por las obligaciones, no cabría duda que podría realizarse el pago de las obligaciones existentes, cancelando por ellas las cantidades previstas en el acta de emisión para tal supuesto.

Pero si el acta de emisión guardase silencio sobre el particular es muy dudosa la solución que pueda aceptarse. Citando a Thaller quien ha defendido la conveniencia de admitir el reembolso anticipado como un derecho de la sociedad similar al Estado y ha criticado el decreto judicial contrario y el razonamiento de que si, el termino se presume establecido en favor del deudor, dejado de ser así, cuando resulte de la estipulación o de las circunstancias que han sido convenidas igualmente en favor del acreedor, de manera que los términos sucesivos de amortización de los títulos han sido fijados tanto en interés de los obligacionistas como en de la deudora. Igualmente opinan Houpin y Bosvieux y Leon Caen y Renault, el termino fijado para reembolso a largo plazo de obligaciones productivas de interés, debe presumirse estipulado en interés común de los acreedores y del deudor, y en consecuencia el reembolso anticipado no es posible contra la voluntad de los obligacionistas. En el derecho mexicano parecía imposible este último razonamiento; por lo que debería estimarse que en defecto de clausula expresa que autorice la amortización anticipada, el plazo preestablecido en ella debe considerarse fijado en interés común de ambas partes, sin que quepa el pago anticipado.

Así también se plantea que es lo que debería pagarse en los casos de amortización anticipada; estableciéndose que la sociedad debe abonar con las obligaciones la cantidad y prestaciones que se hayan previsto; pero en caso de silencio sobre el particular, deberá pagar lo mismo que si hubiesen sido amortizadas por sorteo, esto es,

cumpliendo todas las prestaciones previstas para este último caso. También podría considerarse la situación que se crearía si la sociedad se empañase en efectuar el reembolso anticipado sin derecho para ello; estimando Rodríguez sería un caso de incumplimiento, que daría derecho a los obligacionistas a pedir la rescisión del contrato de emisión y el pago de los daños y perjuicios, los que, desde luego, y sin perjuicio de la prueba de otros conceptos, alcanzaría a todos los intereses, cuyo pago se previó<sup>55</sup>.

### ***11.1.2. Reembolso a la fecha de vencimiento***

Deberá realizarse por la sociedad emisora en el plazo convenido, de acuerdo con el plan o cuadro de amortización fijado al momento de la emisión. Puede acordarse el pago de la totalidad de las obligaciones en una única fecha, u optarse por un reembolso gradual y progresivo, que permita al emisor diluir en el tiempo los costes de la restitución del empréstito; en este caso, cabe prever el abono parcial y escalonado de todas las obligaciones o el pago total de cierto número de valores, que habrían de determinarse por sorteo.

### ***11.1.3. Reembolso por sorteo***

El reembolso se efectúa totalmente por su monto, pero para un cierto número de obligaciones señaladas por sorteo realizado en fechas determinadas, de manera que todos queden reembolsados en un cierto número de tiempo. Las obligaciones sorteadas dejaran de causar intereses desde la fecha del sorteo, siempre que la sociedad deposite el importe necesario para efectuar el pago<sup>56</sup>.

## ***11.2. Regulación bursátil***

De conformidad con las NROPCPEV, el sorteo se realizará en la sede del emisor con la presencia del representante común de los obligacionistas notificando expresamente a la Superintendencia Nacional de Valores. Deberá anunciarse por la prensa, en un diario impreso y digital siendo remitida esta comunicación a la Superintendencia, que se efectuará por el emisor dentro de los quince (15) días anteriores a la realización del sorteo o fecha de redención; indicándose el lugar, día y hora de la celebración, las obligaciones a sortear, así como la serie y emisión a que pertenece; una vez realizado se levanta un acta que hará constar: 1) Lugar y fecha de la celebración del sorteo. 2) Identificación de las obligaciones que hayan resultado favorecidas. 3) Cantidad de series de la emisión. 4) Cualesquiera otras características, con la firma del emisor y el

<sup>55</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.

<sup>56</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.

representante común de los obligacionistas; remitiéndose a la Superintendencia en caso que las obligaciones redimidas estuviesen inscritas. - arts. 66-67-

### ***11.3. Amortizaciones***

Es la reducción gradual de la deuda a través de pasos periódicos sobre el capital prestado. La devolución de la deuda o de un capital tomado en préstamo (principal) más los intereses correspondientes si ellos existen por periodos de tiempo previamente establecidos. En el ámbito económico, se refiere a la disminución del valor del monto deudor a través del pago o cualquier otro medio de extinción de la obligación realizado en forma periódica programada previamente.

Rodríguez Rodríguez señala la restitución del importe del crédito es un elemento esencial en la definición de la obligación. Si esta es una parte fraccionaria de un crédito colectivo, es evidente que el crédito debe ser devuelto, de acuerdo con la fisonomía jurídica del mismo, cualquiera sea la forma adoptada. Siendo la amortización una forma de reembolso consistente en la reducción progresiva del monto de la deuda, de manera que estas obtienen por periodos determinados la restitución de una parte de su importe y quedan totalmente reembolsadas con el transcurso de un cierto periodo de tiempo- semanas, meses, años-<sup>57</sup>.

### ***11.4. Cancelación de intereses***

La percepción de intereses es la causa de la obligación o se constituye el crédito con objeto de percibirlos; siendo un típico valor de inversión debido que las personas que consienten en colocar su dinero en obligaciones lo hacen con el deseo de percibir unos intereses constantes e invertirlos con seguridad<sup>58</sup>. Es la ganancia o retribución del inversor que obtiene al adquirir un determinado instrumento de inversión. El tipo de interés consiste en el precio de solicitar o pedir prestado el dinero por el emisor.

La inversión en bolsa es el manejo del dinero por el inversionista que busca obtener un rendimiento a futuro, es decir adquirirá valores o colocará su dinero disponible en instrumentos financieros de tal forma que le genere un rendimiento atractivo, por que recibirá una tasa de interés (en el caso de valores de deuda), un dividendo (en el caso de acciones), o mediante una ganancia de capital (es decir que venderá el valor a un precio mayor al precio al que lo adquirió).

---

<sup>57</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.

<sup>58</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.

### ***11.4.1. Cupones***

El pago de los intereses se hace contra entrega del cupón correspondiente. Son títulos valores accesorios, puesto que solo tienen valor y existencia jurídica en cuanto lo tiene el título de la obligación del que se desprenden. Sirven para el cobro de los intereses. El cupón representa el interés nominal que tienen derecho a percibir los titulares de un valor de renta fija. Suele pagarse con carácter trimestral, semestral o, de forma anual. El cupón puede ser de interés fijo o variable porque se encuentra ligado a la evolución de tipos de interés, índices bursátiles e inflación. En sentido físico, es la parte que se recorta de un título para poder percibir el dividendo o los intereses que dicho valor lleve aparejados, pero esta práctica dejó de funcionar desde el momento en que entró en funcionamiento la contratación electrónica en los mercados financieros. Díaz Bravo señala que los cupones desempeñan un papel semejante a los mismos títulos accesorios de las acciones, si bien se encuentra adheridos a la obligación principal atribuyen a sus tenedores el derecho a la percepción de los intereses pactados y, cuando así proceda, a la conversión de las obligaciones respectivas en acciones de la emisora<sup>59</sup>.

### ***11.4.2. Amortización financiera***

#### ***11.4.2.1. Contabilidad***

Desde el punto de vista económico, el término amortización hace referencia a la reducción del valor de un activo o un pasivo con el paso del tiempo. En consecuencia, es una forma de cuantificar la pérdida del valor de un bien o disminución de una deuda. Dependiendo si está referido al activo de una empresa sea cualquier tipo de bien o un pasivo sea una deuda u obligación, en el primer aspecto se estará refiriendo a la amortización en contabilidad, en el otro a la amortización financiera. Para el activo la amortización sería la disminución de su valor particularmente por depreciación a causa del paso del tiempo, el uso o disfrute o la obsolescencia hacen que pierda su valor inicial; mientras que para un pasivo sería la reducción de la deuda.

#### ***11.4.2.1. Concepto***

En lo que respecta a la amortización financiera o pasivos consiste en la devolución de una deuda a lo largo de un periodo de tiempo acordado entre el prestatario y el prestamista. Con cada cuota que se paga se va amortizando progresivamente parte de la deuda restante. Es el reintegro o devolución de un préstamo habitualmente distribuyen-

---

<sup>59</sup> Díaz Bravo, Arturo. "Cupones como títulos accesorios a las obligaciones". En *Títulos y operaciones de crédito*. Quinta Edición. IURE Ediciones. Universidad Nacional Autónoma de México. 2016. pp 159-162.

do pagos de deuda en el tiempo. Suele ser producto de una prestación única, que genera una contraprestación múltiple con vencimiento posterior. En este caso, el pago de la obligación se hace a través de desembolsos escalonados en el tiempo, aunque también se puede acordar un solo pago final.

### ***11.4.3. Sistema de amortización financiera***

Al igual que la contable- existen varios sistemas de amortización; a saber:

#### ***11.4.3.1. Sistema francés***

Consisten en el pago de cuotas fijas mensuales, en lo que se incluye una parte del capital del préstamo y una parte de los intereses. En este caso la cuantía de las cuotas, es decir la suma de la parte de capital amortizado, más los intereses correspondientes del periodo es siempre la misma durante la vida del préstamo., si bien en teoría en cada periodo se va pagando una menor proporción del interés, dado que el capital pendiente de amortizar se va reduciendo en cada cuota pagada, pues al principio se pagan más intereses que en los periodos subsiguientes. Se puede utilizar tanto interés de tipo fijo como variable.

En este caso la cuota anual no varía porque ha sido distribuida de manera similar o igual a lo largo del periodo de devolución del préstamo. La amortización del capital y los intereses tienen un comportamiento inverso entre sí, mientras los intereses decrecen cada periodo en virtud de la disminución de la cancelación progresiva del capital, la proporción de la cuota que se dedica a amortizar el préstamo es mayor. Siendo una de las fórmulas más utilizadas para la devolución de préstamos hipotecarios.

#### ***11.4.3.2. Sistema alemán***

En este sistema la cuota de cancelación de la deuda correspondiente al capital es siempre constante, mientras los intereses disminuyen con la cancelación de los periodos o etapas del pago de la deuda. Es decir, la amortización del capital es siempre fija y la cuota comienza siendo elevada para ir disminuyendo según avanza el préstamo.

A diferencia del francés, el sistema de amortización alemán establece que los valores de las cuotas de cancelación de deudas resultan variables y decrecientes cada periodo hasta la cancelación total de la deuda. Esto se debe a que calculan los intereses sobre el saldo de capital que es más elevado al inicio del pago de la deuda y paulatinamente se van disminuyendo.



### **11.4.3.3. Sistema americano**

Implica las cuotas periódicas se pagan solo los intereses, y el capital se amortiza en una única cuota al vencer el préstamo. Durante cada periodo de pago se cancela una cuota que recoge los intereses, pero que no amortiza el capital inicial, el cual en la última cuota incluye el interés y además amortiza todo el capital inicial.

## **12. Agrupación de obligacionistas**

Rodríguez Rodríguez asevera, el carácter colectivo viene dado por la existencia de un vínculo asociativo entre las personas que realizan el préstamo a la sociedad; quedando perfectamente claro en el derecho mexicano, en que los obligacionistas constituyen una agrupación que actúa por conducto de un representante común y funciona como cuerpo colegiado con sus asambleas generales. La pluralidad de titulares de las obligaciones ha exigido una organización y ésta se ha tomado, por su mayor perfección técnica, de la sociedad anónima, sin que exista entre una y otra más similitud que la de una simple forma de organización y cómputo de votos en una colectividad<sup>60</sup>.

Morles señala la doctrina ha debatido si la institución de un régimen de defensa común es del todo necesaria, pero la tendencia que se ha consolidado es sobre la defensa colectiva, regulada con características más o menos comunes en los distintos ordenamientos jurídicos<sup>61</sup>.

Brunetti manifiesta la organización de los obligacionistas desarrolla una institución haciendo de este conjunto homogéneo de acreedores de la sociedad un grupo unitario para el común interés de los individuos que lo componen. Reconociéndole el derecho de tener un representante propio y una asamblea propia<sup>62</sup>.

Torres García, señala dicha institución – también denominada sindicato de obligacionistas- tiene por finalidad reunir organizadamente a los titulares de los instrumentos representativos de deuda de una emisión, a efectos que se organicen para adoptar decisiones de manera colectiva y ordenada para proteger sus intereses, y consecuentemente, adquieran mayor capacidad de negociación con la sociedad emisora, a efectos de proteger sus acreencias derivadas de la emisión específica<sup>63</sup>.

<sup>60</sup> Rodríguez Rodríguez. “Derecho Bancario”, 339-485.

<sup>61</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 354-355-

<sup>62</sup> Brunetti. “Emisión de obligaciones”, 450-457

<sup>63</sup> Farah Torres García. “La Regulación del Representante de los obligacionistas en el ámbito en el mercado de valores”. *Asociación Civil Derecho & Sociedad*. Num. 41 (2013), pp 57-65.

### ***12.1. Naturaleza jurídica de la agrupación de obligacionistas***

Según Morles, la agrupación de obligacionistas, convencionalmente, puede adoptar forma asociativa o societaria, o reconducirse a otras figuras contractuales, como el mandato recíproco. En ausencia de elementos convencionales suficientes para arribar a una conclusión se ha ensayado el recurso de la comunidad como explicación de ésta agrupación, fundamentado la interpretación en el carácter de préstamo colectivo sobre que recaerían los derechos comunes. Sin embargo, la explicación más aceptable parece ser suministrada la doctrina italiana, encarnada en Valeri<sup>64</sup>. Rodríguez Rodríguez establece que no constituye una sociedad, ni una asociación, porque es esencial para uno u otro supuesto la voluntariedad del vínculo; particularmente en el caso mexicano esta agrupación se constituye en un imperativo de la Ley<sup>65</sup>.

### ***12.2. Asamblea de obligacionistas***

Rodríguez Rodríguez señala, la asamblea de obligacionistas podría ser definida como la colectividad de los titulares de las obligaciones reunidos legalmente para decidir sobre asuntos de su competencia<sup>66</sup>. Morles acota, únicamente tiene potestades expresa y limitativamente otorgadas por la ley o por los convenios de los obligacionistas. La organización forzosa de los acreedores debe interpretarse como una limitación de su libertad, por lo cual no podrá entenderse que la asamblea está facultada para decidir todo aquello que no esté previsto en la ley o no hubiere sido previsto por los obligacionistas<sup>67</sup>. Torres García asevera la asamblea de obligacionistas es el órgano máximo del sindicato o agrupación de los obligacionistas, que es la reunión de todos los obligacionistas de una emisión determinada, a efectos de adoptar acuerdos de manera colectiva a nombre del sindicato<sup>68</sup>.

### ***12.3. Regulación bursátil***

Conforme a las NROPCPEV, establece, la asamblea de obligacionistas no puede considerarse válidamente constituida sino se encuentra presente en ellas un número que represente más de la mitad del monto de las obligaciones colocadas. Será convocada por: 1) el representante común de los obligacionistas cuando éste así lo estime conveniente. 2) por la sociedad mercantil emisora 3) por un número de obligacionista que represente más del diez por ciento (10%) de las obligaciones en circulación. 4) la Superintendencia Nacional de Valores.

---

<sup>64</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 355-356-

<sup>65</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.

<sup>66</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 356—357.

<sup>67</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 356—357.

<sup>68</sup> Torres García. "La Regulación del Representante de los obligacionistas en el ámbito en el mercado de valores", pp 57-65.

Las asambleas de obligacionistas que acuerden prórroga en el término de la redención de las obligaciones o su conversión en acciones, como cambios en las condiciones de la emisión, será necesaria la presencia de un número que represente el setenta y cinco por ciento (75%) de las obligaciones en circulación y deberá ser decidida por mayoría simple.

Sí en la asamblea de obligacionistas convocada para discutir los puntos señalados en ella, no concurriere el número de obligacionistas indicado, se convocará para otra asamblea, con ocho (8) días de anticipación, de no concurrir el número requerido se convocará a una tercera asamblea cualquiera que sea el número de obligacionistas que concurran a ella y se tomarán las decisiones de esta asamblea por mayoría simple. Los gastos que se originen por la convocatoria y celebración de las asambleas de los tenedores de deuda serán sufragados por el emisor.

NROPCPEV: Art. 69. Constitución de la asamblea de obligacionistas. Art. 70. Convocatoria del representante común de los obligacionistas. Art. 71. Prorroga en el término de la redención de obligaciones o conversión en acciones.

#### ***12.4. Representante común***

Según Ivo S. Cagliuffi Piercechi manifiesta que es un órgano de gestión y representación. Es una figura jurídica especial que se presenta únicamente dentro de una emisión de obligaciones; por imperio de la ley cumple el papel de intermediario o instrumento vinculante, exclusivo y excluyente entre la sociedad emisora y la agrupación o sindicato de obligacionistas siendo su principal finalidad de velar por el cumplimiento de los términos de la emisión en mérito a los lineamientos dispuestos por la ley y el contrato respectivo en relación con su actuación, los que determinan los parámetros de su responsabilidad, interactuando y colaborando con la asamblea con la finalidad de cumplir debidamente con la representación del sindicato y con sus funciones de gestión en beneficio del mismo<sup>69</sup>.

Este representante común, también denominado comisario es el órgano de la agrupación de obligacionistas al que se confiere la gestión y representación de éste, debiendo tutelar los intereses comunes de los obligacionistas y cuidando del cumplimiento de los plazos y condiciones previstos en la emisión de estos valores. Es el órgano de relación entre la pluralidad de los obligacionistas y la sociedad emisora de los valores

---

<sup>69</sup> Ivo S. Cagliuffi Piercechi. "Reflexiones sobre el Representante de los Obligacionistas". THEMIS. Revista de Derecho. Segunda Época. N° 40 (2000), pp. 143-160.

### ***12.4.1. Naturaleza jurídica***

Morles acota que la ley mexicana califica expresamente la relación jurídica entre los obligacionistas y el representante común como un mandato, no así la ley venezolana, pero la naturaleza de la actividad cumplida, que obra por cuenta de otras personas, la retribución y la responsabilidad que la ley adhiere a sus funciones permiten concebir la relación como un verdadero mandato. Siendo la responsabilidad del representante común más que la del mandatario común pues este responde por dolo y culpa (1693 Código Civil), en tanto el primero con respecto a los obligacionistas es responsable por negligencia, imprudencia, culpa grave o dolo<sup>70</sup>.

### ***12.4.2. Regulación bursátil***

Conforme a las NROPCPEV los obligacionistas tendrán un representante común provisional designado por la asamblea de accionistas del emisor o por la junta directiva autorizada para tal afecto, contando con la previa aprobación de la Superintendencia Nacional de Valores, ejerciendo dichas funciones hasta la conclusión de la colocación primaria de los valores o mientras no sea elegido el representante común definitivo; éste último será designado en asamblea de obligacionistas convocada por el provisional, dentro de los treinta (30) días siguientes contados a partir de la fecha de culminación de la colocación primaria. El representante provisional podría ser designado por la asamblea de obligacionistas como representante común definitivo.

La designación del representante común definitivo deberá ser sometida a la aprobación de la Superintendencia Nacional de Valores que procedería a analizar las relaciones existentes entre la sociedad mercantil emisora y representante propuesto. Si con posterioridad a la aprobación del representante común surgieren relaciones entre éste y el emisor que configuren un conflicto de intereses entre las partes, la Superintendencia Nacional de Valores nombrará un representante común interino provisional y exigirá la designación de otro representante común.

Será responsable por los daños que haya causado en el ejercicio de las atribuciones conferidas por las normas respectivas. Destaca que tiene por deber ejercer las acciones legales y judiciales que sean procedentes para la defensa y protección de los derechos de los tenedores de deuda, especialmente aquellas que tengan por objeto obtener el pago por concepto de los intereses o del capital debido o que deriven de las garantías señaladas para la emisión, así como ejecutar los actos conservatorios respectivos. Los gastos necesarios en que incurra el representante común, para el ejercicio de

---

<sup>70</sup> Morles Hernández. *Régimen legal del Mercado de Capitales*, 357—360

las acciones conservatorias de los derechos de los tenedores, o para hacer efectiva las obligaciones, los intereses o las garantías de las mismas, serán a cargo del emisor.

NROPCPEV: Art. 108. Representante común provisional y definitivo de los obligacionistas. Art. 109. Representante común de los tenedores de papeles comerciales. Art. 110. Representante común de los tenedores de pagarés bursátiles. Art. 111. Representante común de los tenedores de títulos de participación. Art. 112. Emisor: aprobación previa del representante común. Art. 113. Aprobación del representante común por la Superintendencia Nacional de Valores. Art. 114. Representante común interino provisional. Conflicto de intereses. Art. 115. Representante común provisional como definitivo. Art. 116. No se efectúa la asamblea para elegir al representante común definitivo. Art. 117. Convocatorias a las asambleas por el representante común provisional. Art. 118. Convocatorias de asambleas: supletoriedad del Código de Comercio. Art. 119. Representante común. Pertenencia al sistema financiero nacional. 120. Emisor: Mora de las obligaciones, atraso, renegociación de los términos de pago. Art. 121. Deberes del representante común. Art. 122. Responsabilidad del representante común. Art. 123. Libros de actas.

### ***13. Acciones de los tenedores***

Rodríguez Rodríguez asevera cuando la agrupación de obligacionistas está referida a una emisión de obligaciones puede hablarse de una cotitularidad o copropiedad respecto del crédito colectivo que representa la emisión. Cada uno de ellos, es, sin duda, titular individual de una fracción del crédito; pero ello no suprime su carácter de cotitulares del crédito, que es, considerado jurídica y contablemente, una sola unidad. Por eso, los obligacionistas tienen ciertas acciones individuales, en casos muy concretos, mientras que para el ejercicio de los derechos que afectan al crédito colectivo, deben actuar de común acuerdo, y éste se establece en virtud del juego de las mayorías<sup>71</sup>.

#### ***13.1. Regulación bursátil***

Conforme a las NROPCPEV, los tenedores cuentan con acciones para exigir al representante común el cumplimiento de sus atribuciones y deberes; como hacer efectiva la responsabilidad en que incurra este. Así también individualmente podrían requerir al emisor el pago de las obligaciones sorteadas, intereses y capital vencidos, en casos en que, habiéndose exigido el cumplimiento de dicha acción al representante común, éste no la hubiere ejercido en la forma y condiciones establecidas en el contrato respectivo. Art. 124.

---

<sup>71</sup> Rodríguez Rodríguez. "Derecho Bancario", 339-485.

## CONCLUSIÓN

En las distintas fases examinadas en lo referente a la constitución de títulos valores mobiliarios particularmente obligaciones, para ser objeto de oferta pública en el mercado de capitales; resulta ser un proceso complejo que abarca desde la formación de la voluntad societaria de crearlos hasta la extinción de la deuda por su redención. De cada fase – voluntad societaria, emisión, colocación y suscripción- conlleva a la conformación del contrato bursátil como medio de financiamiento de la sociedad emitente e inversión al obligacionista que adquiere. Es destacar, desde el inicio de este proceso se requiere la intervención del ente rector estatal expresión del derecho administrativo especial; como es el caso de autorizar la asamblea de accionista convocada para emitir los títulos de deuda, y requerir la información patrimonial oportuna reflejada en los estados financieros – particularmente el balance- y la observancia de los límites patrimoniales de emisión.

Es menester destacar, esta particularidad de financiamiento es de carácter colectivo, en virtud que estos títulos valores son emitidos en masa para ser ofrecidos, constituye una sola deuda fraccionada en partes iguales, que permite varios futuros acreedores o tenedores particularmente organizados –sindicato de obligacionistas- para la defensa de sus derechos patrimoniales, sin menoscabo de las acciones individuales que pudieran ejercer. Es decir, la pluralidad de acreedores propio del mercado bursátil no menoscaba la calidad de acreedor individual.

Si bien, pudiera considerarse que se rebasaría el campo derecho, resultaba importante acotar lo relativo a la conformación del precio de la obligación bursátil en base a ciertos parámetros, destacando particularmente el riesgo de no cancelación o solvencia del emisor que el inversionista asume al adquirirlos como el lapso de tiempo para el pago. La utilización de instrumentos de la informática facilita concretar el contrato bursátil, destacando en el mercado de capitales se caracteriza por ser particularmente especulativo; en la mayoría de los casos los precios de los títulos son altamente volátiles. Por ello se conforma el parámetro elemental que a menor interés se encarece el título, lo contrario sucede, es decir se abarata cuando se ofrece un mayor interés.

El mercado bursátil se desarrolla bajo el parámetro de transparencia sobre el estado patrimonial de los oferentes y las perspectivas de rentabilidad de los instrumentos financieros para ser obtenidos. En este caso, la actividad administrativa del estado a través de la Ley respectiva y el ente rector deben procurar que los emisores proporcionen la mayor información veraz al público lo que comprende la elaboración del respectivo prospecto como los dictámenes de las calificadoras de riesgo, entre otros. Se sanciona el uso de información bursátil que crea ventajas por determinadas circunstancias a futuros inversores calificada por privilegiada. Queda por el ente rector el examen de

la veracidad de esta información patrimonial como establecer las reglas de su difusión y sanciones respectiva, como suspender la oferta publica en marcha si se corrobora información no fidedigna.

La actividad bursátil es especializada pues, requiere de intermediarios calificados en esta área, que la respectiva Ley los regula y atribuye competencias, como es el caso de los agentes colocadores encargados de ejecutar las denominadas ordenes bursátiles de manera óptima y diáfana en beneficio de los respectivos emisores y obligacionistas.

Otro aspecto de estudio es la cancelación del préstamo al inversionista, es decir la extinción de obligación contenida en el titulo valor mobiliario, que se denomina en doctrina la redención de la deuda bursátil. Esto implica la amortización del capital e intereses y las maneras que se realizan. Destaca en este aspecto lo relativo al sindicato o agrupación de obligacionistas como organización que busca la defensa de los derechos patrimoniales cartulares de los obligacionistas sin detrimento de las acciones individuales que puedan ejercer los tenedores de deuda.

## **BIBLIOGRAFÍA**

### **Libros texto**

- Ascarelli, Tulio. *Derecho Mercantil*. México DF, Biblioteca Jurídica, 1940.
- Brunetti, Antonio. *Sociedades Mercantiles*. Serie Clásicos del Derecho Societario. Vol. 1. México, Editorial Jurídica Universitaria, 2001.
- Díaz Bravo, Arturo. “Cupones como títulos accesorios a las obligaciones”. En *Títulos y operaciones de crédito*. Quinta Edición. IURE Ediciones. Universidad Nacional Autónoma de México. 2016.
- Morles Hernández, Alfredo. *Curso de Derecho Mercantil*. Tomo II. Tercera Edición. Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 1989.
- Morles Hernández; Alfredo. *Curso de Derecho Mercantil*. Tomo III. Tercera Edición. Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 1989.
- Morles Hernández, Alfredo. “El dictamen de los profesores Romero Uria y Aurelio Menéndez”, en *El caso del Banco de Venezuela*. Tomo III. Colección Opiniones y Alegatos Jurídicos N°8, 55-87. Caracas, editorial jurídica venezolana, 1996.
- Morles Hernández, Alfredo. “Régimen legal del mercado capitales”. Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 1999.
- Rodríguez Rodríguez, Joaquín. “Operaciones de intermediación en el crédito. Emisión de obligaciones.”, en *Derecho Bancario*. México: Editorial Porrúa S.A., 1964.

Vivante, Cesar. “Sociedad Anónima”, en Derecho Mercantil. Madrid: La España Moderna, 1913.

### Revistas

Aparicio González. Mariza. “Flexibilización del régimen de emisión de obligaciones”. Noticias Breves /marzo 2013.[https://www. Gomezacebo-pombo.com](https://www.Gomezacebo-pombo.com) (consultada 8 de febrero del 2023).

Aarons Fred. “Las tasas de interés y el rol de los Bancos Centrales: Una visión comparada”. Revista de Derecho Mercantil. N° 11. Homenaje a José Muci Abraham 2023, pp. 152-177.

Barreto Quineche, Percy. “La emisión de instrumentos representativos de deuda”. Ius et Veritas.” 18, pp 182-193

BBVA. Resumen de la Política de Ejecución de Órdenes. Febrero 2023.

Beaumont Callirgos, Ricardo. “Títulos Especiales y Emisión de Obligaciones en la Nueva Ley General de Sociedad”.

Cecaka bank. “Políticas de mejor ejecución de órdenes”. Abril 2021.

Cecaka bank. “Políticas de mejor ejecución de órdenes”. Abril 2021.

Luis Ernesto Fidhel González. Luis Ernesto. “El Balance: Dimensión contable y jurídica”. Revista Venezolana de Derecho Mercantil N° 8. Homenaje al Dr. Pedro Pineda León, (2022), pp. 183-211.

Gagliuffi Piercechi; Ivo. S. “Reflexiones sobre el Representante de los Obligacionistas”. THEMIS. Revista de Derecho. Segunda Época. N° 40 (2000), pp. 143-160.

Fidhel González, Luis E. “El Balance: Dimensión contable y jurídica”. Revista Venezolana de Derecho Mercantil N° 8. Homenaje al Dr. Pedro Pineda León, (2022), pp. 183-211.

Garcimartin, Francisco. “Las novedades en materia de emisión de obligaciones bajo la ley extranjera”. Almacén de Derecho(blog) (25 de mayo del 2015). [https://almacendederecho.org/ las-novedades-en-materia-de-emision-de-obligaciones-bajo-ley-extranjera](https://almacendederecho.org/las-novedades-en-materia-de-emision-de-obligaciones-bajo-ley-extranjera).

Hundskopf Exebio, Oswaldo. “Las emisiones de obligaciones en el mercado de valores y su rescate anticipado”. Ius et Praxis. N° 30. Sección empresarial (1999): pp.95-112.

León Sanz. Francisco José. “Las obligaciones en la LSC (Ley de Sociedades de Capital)”. Notas Informativas. Cátedra Pérez-Llorca /IE de Derecho Mercantil. IE Law School y de Pérez-Llorca. Madrid.

Menéndez Alonso. Eduardo José. “Por qué las empresas emiten deuda garantizada?”. Boletín Económico de ICE n° 2643 colaboraciones del 14 al 20 de febrero de 2000.

Piaggio Torre Tagle, E. “La oferta pública primaria de valores”. *THEMIS Revista De Derecho*, (40), 2000, pp 71-85.



- Pittaluga, Aldo José. “El precio de las obligaciones, duración, volatilidad: Una aplicación de la matemática financiera”. 18º Jornadas de profesores universitarios de matemática financiera”. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional del Mar del Plata (Argentina) 1997.
- Prado Puga, Arturo. “Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno. Su alcance, contenido y límites”. *Revista Chilena de Derecho*. Vol. 30. Sección Estudios. N° 2 (2003) pp. 237-269.
- Reggiardo Denegrí, Aldo. “Intermediación bursátil, el contrato de comisión mercantil y su relación con los intermediarios bursátiles”. Facultad de Derecho. Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP) *THEMIS Revista De Derecho*, (40), pp 49-60.
- Ruiz Arranz, Antonio Ismael. “La oferta de contrato: vinculación y responsabilidad”. *Anuario de derecho civil*, Vol. 71, N° 4, 2018, pp. 1351-1486.
- Ruiz Torres, Gustavo. “El contrato de underwriting”. *Cuadernos de Investigación y Jurisprudencia*. Año 3/N° 8 (abril- julio 2005) pp. 115-125.
- Torres García, Farah. “La regulación del representante de los obligacionistas en el ámbito en el mercado de valores”. *Asociación Civil Derecho & Sociedad*. Num. 41 (2013), pp 57-65.
- Vidal Ramírez. Fernando. “La oferta pública de valores”. *THEMIS Revista De Derecho*, (9), (1987) pp. 15-25.

## **Tesis**

- Bonito Rivadeneira, Giannela Marienne: “Estructuración financiera de una emisión de obligaciones, como mecanismo de financiamiento de una empresa del sector real, a través del Mercado de Valores”. Maestría en Gestión Financiera y Administración de Riesgos Financieros, Universidad Andina Simón Bolívar. Sede Ecuador. Área de Gestión. 2021-
- Carrera Villagrán, Álvaro. “Las obligaciones: controversias de las obligaciones convertibles en acciones”. Madrid, Universidad Pontificia de Comillas- ICADE, abril 2014.
- Ortiz del Valle, María Carmen. “La administración delegada de las sociedades anónimas. Estudio del artículo 141, de la Ley de Sociedades Anónimas”. Tesis Doctoral. Universidad de Granada. 2005.
- Sánchez González. Teresa. “Acción de nulidad de las decisiones de la asamblea de accionistas”. Trabajo Especial de Grado. Especialidad en Derecho Mercantil. Universidad Católica Andrés Bello. 2012.

## **Leyes**

- Congreso de la República de Venezuela. *Gaceta Oficial* N° 475. De 1955. Ley de Reforma Parcial del Código de Comercio.

Presidencia de la República de Venezuela. Gaceta Oficial. Extraordinario N° 6.211 del 30-12-2015. Decreto N° 2.176 con Rango, Valor y Fuerza de Ley de Mercado de Valores.

Superintendencia Nacional de Valores. Gaceta Oficial N° 41745 del 24-10-2019. Normas relativas a la Oferta Públicas, Colocación y Publicación de las Emisiones.

### **Jurisprudencia**

Tribunal Supremo de Justicia de la República Bolivariana de Venezuela. Sala Constitucional. Sentencia 1066, 09.12. 2016 (caso: Yasmín Benhamú Chocrón y otro)