

## DELIMITACION DEL CONCEPTO DE OFERTA PUBLICA DE TITULOS VALORES Y OTROS DERECHOS

Hugo Nemirovsky

*Asesor del Instituto Interamericano  
de Mercados de Capital*

### GENERAL

El concepto de oferta pública de títulos valores es uno de los pilares sobre el cual se sustenta la mayoría de las legislaciones que regulan el mercado de capitales. Sin embargo, dicho concepto es uno de los más discutidos en razón de que su ámbito de aplicación y contenido se aparta de la construcción tradicional desarrollada en el derecho privado.

Por otra parte, la inexistencia de un criterio uniforme en el tratamiento positivo de los elementos que componen el instituto (oferta pública y títulos valores) ha hecho más compleja la aplicación de soluciones adoptadas en determinada legislación para resolver problemas similares existentes en otras. La causa de la mencionada anarquía se debe, entre otras, a problemas fácticos y no jurídicos, especialmente en cuanto al contenido y alcance del término oferta pública. En tal sentido, la configuración de una oferta pública de títulos valores no dependerá necesariamente de la existencia de todos y cada uno de los elementos que identifican a la misma desde una perspectiva de derecho privado. Por el contrario, su tipificación en el mercado de capitales variará en la medida en que sea necesaria tal calificación para cumplir con la finalidad perseguida por la Ley, es decir, proteger a las personas que inviertan o hayan invertido sus ahorros en títulos valores, mediante una efectiva revelación de información por parte de las sociedades oferentes.

En consecuencia, consideramos conveniente circunscribir el presente trabajo a analizar el concepto de la oferta pública que tenga por objeto títulos valores, pero sin entrar a considerar estos últimos en razón de que su tratamiento excedería en espacio lo pretendido en este estudio. La referencia que se haga a lo largo de estas páginas del concepto de títulos valores deberá ser entendido en su más lata acepción<sup>1</sup>.

1. Las legislaciones que tienen como antecedente el Derecho Civil o Continental entienden por títulos valores a aquellos documentos que son necesarios para ejercitar el derecho literal y autónomo que en ellos se consigne. Dicho concepto en relación al mercado de capitales se refiere fundamentalmente a las acciones y obligaciones (bonos, debentures), pero además a todos aquellos que se emitan en masa, posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase (*Ley de Mercado de Capitales de Venezuela*, Artículo 18. *Ley de Oferta Pública de Títulos Valores, Bolsas o Mercados de Comercio y Mercados de Valores de Argentina Nº 17.811*, Artículo 17). En los Estados Unidos no existe el término título valor. En dicho país el objeto de regulación son los "securities", los cuales incluyen ciertos instrumentos que exceden la definición antes expuesta. La definición del término "security" es meramente descriptiva de los instrumentos o títulos que comprende y la misma se encuentra establecida en la Sección 2 (1) de la "Securities Act" del año 1933, la cual expresa: "The term "security" means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate

## EL CONCEPTO DE OFERTA

Para una cabal comprensión del concepto objeto del presente análisis consideramos conveniente exponer los lineamientos generales del instituto de la oferta como parte integrante del derecho de las obligaciones.

La oferta, como manifestación activa del consentimiento puede configurar una propuesta para la verificación de un contrato o una promesa para dar o hacer algo. El concepto de oferta expresado en primer término "tiene eficacia jurídica como elemento de un futuro negocio bilateral..." y está destinado a poner en movimiento el mecanismo de la aceptación<sup>2</sup>. En contraposición, la oferta entendida como promesa "tiene eficacia jurídica de negocio unilateral productora de efectos obligatorios con independencia de su aceptación, que es innecesaria"<sup>3</sup>.

Cualquiera de las acepciones mencionadas del término oferta pueden originar negocios jurídicos de los cuales se deriven obligaciones, bien para las diversas partes intervinientes en el mismo (negocio jurídico bilateral) o para la persona que manifestó unilateralmente su voluntad (declaraciones unilaterales de voluntad).

Las acepciones del concepto de oferta mencionados anteriormente son utilizados en la mayoría de las legislaciones que tienen su antecedente en el Derecho Romano (Derecho Civil o Continental)<sup>4</sup>. Asimismo, dichas acepciones son similares a las utilizadas en el Derecho Anglo-Sajón (common Law)<sup>5</sup>.

A los efectos de nuestro estudio la oferta que tiene relevancia para el mercado de capitales es aquella que identificamos como una propuesta para la verificación de un contrato. Dicha propuesta es una fase que ha sido calificada por la doctrina como de generación o surgimiento del contrato<sup>6</sup>. Con respecto a esto último, debe destacarse que dentro de la fase de generación se encuentran, asimismo, incluidos los tratos o negociaciones previas al contrato. Tales actos preliminares deben diferenciarse de la oferta, en razón de que el resultado de ellas no es todavía un acuerdo (contrato) y por lo tanto no son vinculantes. Los contactos previos, conversaciones y cambios de impresión son esquemas meramente hipotéticos que llegarán a configurar el contrato en caso de que exista el consentimiento de cada una de las partes sobre todas y cada una de las cláusulas contentivas de las condiciones contractuales. Según la doctrina, a pesar de que las negociaciones preliminares no obligan como contrato, sí lo hacen en otro sentido. En efecto, si las partes intervinientes en dichas negociaciones han llegado a concebir que el contrato podría realizarse "y una de las partes sin un justo y atendible motivo lo frustrase, la contraparte tendrá derecho

of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing". (As amended by Act of June 6, 1934, 48 Stat. 905, amended by Act of October 13, 1982, Sec. 1., Pub. Law 97-303).

2. José Ignacio de Arillaga, *Valor de las ofertas hechas a personas indeterminadas* (En: Revista de Derecho Mercantil. Tomo XIV, p. 13. 1952).
3. José Ignacio de Arillaga, *ob. cit.*, p. 13. Con respecto a este punto Francesco Messineo expresa que: "La oferta... como núcleo de un eventual futuro contrato y que tiende a convertirse en un acuerdo (consentimiento) no debe confundirse con la promesa unilateral... la cual es fuente de obligación y vincula por sí, independientemente de la aceptación". *Derecho Civil y Comercial*. Buenos Aires, Ed. EJE, 1955. Tomo IV, p. 459. En igual sentido: Henry Mazzaud y otros, *Derecho Civil*. Buenos Aires, Ed. Europa-América, 1969. Vol. 1, parte II, p. 398.
4. V.g., *Código Civil Italiano 1942*. Artículo 1335. *Código Civil de Venezuela*. Artículos 1.137 y 1.139.
5. En el sistema jurídico norteamericano se entiende por oferta a la propuesta para hacer algo o pagar una cantidad, usualmente acompañada de una expectativa de aceptación a dicha propuesta. También se entiende por oferta la manifestación de voluntad para celebrar un contrato. *Restatement. Second Contracts Nº 24*. (En: *Blacks Law Dictionary*. 5th ed. Estados Unidos, West P).

a ser indemnizada cuando demuestre que confiando en las negociaciones llevadas a cabo incurrió en erogaciones que no hubiera hecho si hubiese podido prever que el contrato no se concluiría<sup>7</sup>.

#### LA OFERTA PUBLICA

La oferta como propuesta de un contrato o como promesa dirigida a personas indeterminadas, se denomina oferta pública<sup>8</sup>.

La oferta pública entendida como promesa tiene por objeto la realización de una prestación por parte del promitente en favor de quien o quienes se encuentren en una situación determinada o realicen una actividad específica. A este tipo de oferta se le denomina también como promesa pública de recompensa<sup>9</sup>. Por el contrario, la oferta pública como propuesta de contrato es la base de la cual surgirá uno de los elementos imprescindibles para la formación del mismo, es decir, el consentimiento.

La indeterminación y el número de personas a quienes está dirigida la oferta es lo que caracteriza a la misma, en contraposición a la oferta privada<sup>10</sup>.

Asimismo, la publicidad de la oferta estará determinada por el medio de transmisión de la misma, el cual puede presentar diversos matices que enervarán o no la calificación de la oferta como pública, dependiendo del área en que la misma sea analizada.

Todo lo anteriormente expuesto resultará de importancia cuando analicemos el concepto de oferta pública desde la perspectiva del mercado de capitales, especialmente con respecto a la configuración de la misma.

#### LA OFERTA PUBLICA COMO PROPUESTA DE CONTRATO

La oferta pública como propuesta de contrato puede abarcar dos formas diametralmente opuestas. La primera estaría conformada por el ofrecimiento de venta que se haga de un determinado producto o servicio y la segunda comprende la solicitud o demanda para adquirirlos. La mayoría de las legislaciones incluyen ambas posibilidades dentro del término oferta sin que exista diferencia alguna en su tratamiento. Aunque nos referiremos más adelante al contenido y alcance del término oferta, podría inferirse que el significado del mismo en el derecho privado se aparta de aquel utilizado en economía<sup>11</sup>.

Ha sido objeto de discusión, por otra parte, la delimitación de la oferta pública como propuesta para verificar un contrato con respecto a otras figuras que en la práctica pueden confundir su verdadero alcance. A tal efecto, se ha escindido del instituto objeto de análisis la especie denominada "invitatio ad offerendum", es decir,

6. Castán Tobeñas distingue en la vida de los contratos tres períodos, a saber, la generación (preliminares o proceso interno de formación del contrato), la perfección (surgimiento del contrato) y la consumación (cumplimiento del fin para el cual se celebró el contrato). *Derecho Civil Español, Común y Foral*. 6ª ed. Tomo II, p. 625.
7. Francesco Messineo, *Doctrina General de Contrato*. Buenos Aires, Ediciones Jurídicas Europa-América, 1952. Tomo I, p. 309.
8. Henry Mazzaud y otros, *ob. cit.*, p. 153.
9. José Ignacio de Arillaga, *ob. cit.*, p. 16.
10. La oferta pública en contraposición a la privada no difiere en cuanto a su naturaleza jurídica. Sin embargo, su calificación en una u otra categoría depende básicamente de la determinación o indeterminación de los sujetos, el número de las personas a quienes esté dirigida y del medio de transmisión de la misma.
11. De acuerdo con el significado económico debe entenderse por oferta "el conjunto de sujetos económicos que ofrecen mercancías en venta". H. Weller, *Diccionario económico y financiero*. España, Ed. Labor, 1965, p. 329. En igual sentido: Y. Bernard y otros, *Diccionario económico*. España, Asociación para el Progreso de la Dirección, 1975, p. 915.

aquella constituida por simples invitaciones dirigidas al público para que éste haga sus ofertas<sup>12</sup>. Asimismo, y tal como fue expuesto anteriormente, la oferta debe distinguirse de las gestiones o tanteos preliminares, ya que en los últimos participan los futuros contratantes<sup>13</sup>, en cambio la oferta se configura cuando procede de una sola de las partes (oferente) y contiene los extremos esenciales del futuro contrato<sup>14</sup>.

La doctrina ha establecido determinados parámetros para reputar o reconocer la existencia de una oferta pública como propuesta de contrato. En tal sentido la oferta debe ser seria, definitiva, completa, comunicada en debida forma y con un plazo mínimo de vigencia.

Una oferta es "seria" cuando se efectúa con la finalidad de obligarse y de llevar a cabo la conclusión del contrato. Es decir, que la seriedad de la oferta estará supeditada a la voluntad de vincularse contractualmente, "... de suerte que el contrato se perfeccione con la aceptación..."<sup>15</sup>.

Según la doctrina, no se reputan como oferta aquellas declaraciones hechas con fin de reclamo<sup>16</sup>, o las que incluyan la cláusula "sin compromiso o cuando se dan o piden informaciones de mercancías disponibles y de sus precios"<sup>17</sup>.

La oferta como propuesta de contrato es "definitiva" cuando excluye cualquier mención que implique ausencia del vínculo obligatorio para el sujeto que la formula. Por ejemplo, si la oferta es acompañada con frases tales como "salvo confirmación" u otras similares, no estaremos en presencia de una oferta "definitiva".

La característica de que la oferta debe ser "completa" significa que la misma debe contener todos los elementos del contrato propuesto, de manera que su destinatario (oblató) pueda proceder a efectuar la aceptación de la misma sin requerir nuevos datos y aclaratorias. Sin embargo, debe destacarse que en ciertos casos pueden existir ofertas que aun conteniendo todos los elementos del futuro contrato, incluyan asimismo alternativas en cuanto a la cantidad de bienes u otra circunstancia, las cuales serán determinadas por el aceptante. Tal supuesto no descalifica a la oferta como tal, ya que no necesariamente la misma debe estar estructurada en el sentido de que el destinatario tenga que exteriorizar su aceptación mediante un simple asentimiento o negativa. Según Joaquín Garrigues<sup>18</sup> no son ofertas "completas", entendidas como propuesta para contratar, los anuncios publicitarios de disponibilidad de mercaderías o el envío de listas de precios, en razón de que no existe una información precisa en relación con el objeto de la venta.

Asimismo, se considera que no existe una oferta completa en las invitaciones a ofrecer (*invitatio ad offerendum*), en las cuales si bien se ofrece un determinado producto, carece de uno de los elementos esenciales del contrato de compraventa, esto es, el precio del bien objeto de la oferta. En estos casos la oferta es efectuada en realidad por las personas a quienes se dirigió la misma.

Los casos antes narrados presuponen en la práctica que gran cantidad de propuestas para contratar no deberían considerarse ofertas en razón de la falta de uno o varios de los extremos esenciales del contrato a celebrarse. Por lo tanto, resulta apropiado analizar la validez de tal tipo de propuestas, también denominadas "ofertas incompletas". Este tipo de ofertas contienen por lo general las prestaciones fundamentales del contrato, pero obvian condiciones y circunstancias que comúnmente son o deberían estar incluidas en las mismas. En ciertos casos sería discutible si la ausencia de tales condiciones y circunstancias no esenciales invalidarían la oferta. Sin embargo, en determinados contratos con características muy especiales resulta nece-

12. José Ignacio de Arrillaga, *ob. cit.*, p. 28.

13. Ver página 93.

14. Francesco Messineo, *ob. cit.*, p. 459.

15. C. Vivante, *Tratado de Derecho Comercial*. 5ª ed. Milán, 1934. Tomo IV, Nº 1.527.

16. José Ignacio de Arillaga, *ob. cit.*, p. 29.

17. Joaquín Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil*. 7ª ed. Madrid, 1953. Vol. II, p. 76.

18. Joaquín Garrigues, *ob. cit.*, vol. II, p. 74.

sario su inclusión. A este respecto los casos más evidentes son los contratos de adhesión, en los cuales el oferente impone sus condiciones al destinatario, excluyendo ciertos términos en cuanto a responsabilidades o referencias a condiciones específicas que regirán al contrato, pero que generalmente no están incluidas en el mismo. Este tipo es muy común en la prestación de servicios públicos, en los cuales el usuario no tiene posibilidad de discutir las cláusulas contractuales y por lo general ignora un número de condiciones que están insertas en instrumentos ajenos a la oferta. Lo mismo sucede en ciertos casos de ofertas de títulos valores, en los cuales el oferente estructura la misma, de manera de evitar la sujeción a la respectiva legislación. Por lo que respecta al mercado de capitales, la falta de alguno de los elementos esenciales delineados en el Derecho Civil no desvirtuará el carácter de oferta, cuando su finalidad sea la captación del ahorro público a través de la venta de títulos valores. Aunque este punto será analizado más adelante, podemos afirmar desde ya que una oferta pública de títulos valores puede ser "completa" o "incompleta". El aspecto más relevante para determinar su existencia vendrá determinado por la necesidad práctica de aplicar la ley a los efectos de proteger los intereses de una determinada clase de personas.

Desde la perspectiva del mercado de capitales una oferta "completa" será aquella debidamente autorizada por los organismos competentes, la cual se manifiesta a través de un "prospecto" contentivo de todos los términos y condiciones necesarios para llevarla a cabo. Cualquiera proposición para adquirir o vender títulos valores en forma pública, diferente a la anterior, será, como hemos expuesto, una oferta, aunque su destinatario ignore alguno de sus términos.

Otra de las características que debe contener una oferta es que sea "comunicada en debida forma". Los medios utilizados para divulgar la oferta no son susceptibles de enumeración en razón de su variedad.

La eficiencia de los medios que se utilicen se evidenciará de acuerdo al número de aceptantes que la oferta haya tenido.

Aunque la afirmación expuesta resulta válida en el Derecho Civil, no se obtienen idénticos resultados cuando se la enfoca desde la óptica del mercado de capitales. En efecto, la idoneidad del medio de transmisión de la oferta pública de títulos valores no estará reflejada por el número real de compradores, sino por el número de personas a quienes se les haya dirigido, independientemente si adquirieron o no los títulos valores ofrecidos.

El último elemento que enunciamos como configurante de una oferta es que la misma tenga un "plazo mínimo de vigencia". La doctrina mercantilista fue la propulsora de llegar a soluciones evolucionadas en este punto, especialmente en cuanto a que la propuesta de contratar debe ser válida durante un lapso mínimo, con la finalidad de que el destinatario pueda tener conocimiento de la misma a los efectos de que la acepte, rechace y finalmente comunique su decisión al proponente<sup>19</sup>. El fundamento de tal criterio viene dado por la naturaleza de las transacciones mercantiles, esto es, seguridad en el tráfico y rapidez comercial precedida por la buena fe.

Los principios mencionados fueron acogidos por las legislaciones civiles, estableciéndose que si la oferta tiene un plazo de duración, el autor de la oferta debe observar el mismo, no siendo obstáculo para la formación del contrato la revocatoria de la oferta antes del cumplimiento del plazo de vigencia. La misma consecuencia se aplica en el caso de que no exista un plazo expreso de vigencia, pero el mismo puede inferirse de la naturaleza del negocio.

19. La posición que anteriormente sostenía la doctrina era que el oferente estaba relevado de mantener su propuesta por un lapso determinado, a menos que ésta tuviera un plazo para su aceptación. Incluso algunos llegaron a sostener, que, aun habiendo un plazo, el oferente podía dejar sin efecto la oferta antes de la llegada del término, quedando obligado al pago de indemnización.

Los anteriores postulados deberían ser aplicados, en lo que respecta a la oferta pública de títulos valores, dejando a salvo las peculiares características de las legislaciones que regulan esta materia<sup>20</sup>.

El elemento más importante de los enumerados anteriormente es, en nuestro criterio, el que la oferta debe ser "completa", es decir, que la misma contenga todos los términos del futuro contrato para que sea aceptado o rechazado por el público destinatario, sin necesidad de que éste requiera del oferente aclaratorias o nuevos datos sobre la misma.

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, la configuración de una oferta pública como propuesta de contrato en el Derecho Civil estará supeditada a la existencia de las condiciones antes mencionadas. Sin embargo, como veremos adelante, el tratamiento del instituto en análisis es mucho más flexible cuando está referido a la oferta pública de títulos valores. En tal sentido, la presencia de uno o algunos de los requisitos desarrollados por la doctrina civilista puede ser suficiente para materializar una oferta pública de títulos valores.

A continuación, hacemos mención a las características de la oferta en general con respecto a la oferta pública como propuesta de contrato.

Como se dijo anteriormente<sup>21</sup>, la oferta pública como propuesta de contrato debe estar dirigida a personas indeterminadas (*ad incertam personam*), incluyendo en dicho concepto la dirigida a un determinado sector o grupo de las mismas. Dicha inclusión no desnaturaliza el carácter de indeterminación que debe tener la oferta pública. En efecto, lo determinado viene a ser el sector o grupo, pero no el conjunto de personas que lo componen, el cual permanece indeterminado.

En relación con los medios idóneos para la transmisión de la oferta pública como propuesta de contrato, podemos afirmar que a ésta le son aplicables los mismos principios establecidos para la oferta pública en general. Sin embargo, debemos agregar que los procedimientos normalmente utilizados para exteriorizarla incluyen por lo general todos los medios de publicidad masiva, tales como publicaciones en diarios y revistas, carteles, campañas en radio y/o televisión, cartas, listas de artículos enviados por correo, etc.

Finalmente unas palabras en cuanto a los efectos que produce para el oferente la oferta pública como propuesta de contrato. En tal sentido, la oferta será vinculante y obligatoria una vez que la misma haya sido aceptada por el destinatario. Sin embargo, la oferta una vez verificada y aun antes de su aceptación puede generar un vínculo obligatorio cuando tenga un lapso de vigencia expreso o implícito. Dichos efectos vinculantes dejarán de tener efecto si el oferente hace una reserva expresa de no quedar obligado por la proposición. En este caso no existiría una verdadera oferta, pues no incluiría uno de los elementos que la caracterizan<sup>22</sup>.

## LA OFERTA PUBLICA DE TITULOS VALORES

El contenido y alcance del concepto de oferta pública de títulos valores puede crear ciertas confusiones cuando se le analiza sin tomar en cuenta la finalidad perseguida por las diversas legislaciones que regulan esta materia. En tal sentido, debe

20. En Venezuela, por ejemplo, la oferta pública de títulos valores es una oferta en firme con plazo expreso, cuya duración no puede exceder de seis meses (artículo 8 de las "Normas relativas a la oferta pública y colocación primaria de títulos valores y a la publicidad de las emisiones". *Gaceta Oficial* de la República de Venezuela, N° 31.205, de fecha 29 de marzo de 1977). Sin embargo, en lo que respecta a la revocación, el Código de Comercio de Venezuela en su artículo 113 expresa que la revocatoria de la oferta impide el perfeccionamiento del contrato, debiendo indemnizar los daños y perjuicios ocasionados.

21. Ver página 94.

22. En tal caso la propuesta no sería "definitiva" y por lo tanto no tendría el valor de oferta.

destacarse que la importancia de su estudio se verá reflejada en tanto las conclusiones que se adopten involucren una efectiva protección de las personas que inviertan sus ahorros en títulos valores y en una mejor revelación de información por parte de los sujetos (personas naturales o jurídicas) que pretendan o hayan accedido al mercado de capitales.

La oferta pública de títulos valores no difiere en cuanto a su naturaleza jurídica de aquella desarrollada en el derecho civil. Tal como lo expresamos anteriormente, la oferta que tendrá significancia en el mercado de capitales es aquella realizada en forma pública, es decir, dirigida a personas indeterminadas, entendiéndose por éstas el público en general o un grupo o sector determinado del mismo<sup>23</sup>. Sin embargo, la mencionada definición puede incluir otros supuestos que desde el punto de vista del derecho privado no configurarían propuesta alguna para contratar. Por lo tanto, consideramos conveniente analizar cada uno de los términos que componen el concepto, a los efectos de circunscribir su ámbito de aplicación de conformidad con las finalidades esbozadas en el encabezamiento.

La mayoría de las legislaciones latinoamericanas de mercado de capitales han centrado la definición de oferta pública de títulos valores en el sujeto destinatario (el público) y en el medio de transmisión de la misma. Sin embargo y salvo ciertas excepciones<sup>24</sup>, no se ha reparado en determinar el contenido del término oferta propiamente dicho. Lo anterior trajo como consecuencia la adopción de criterios equívocos, tanto por parte de la doctrina como de los organismos encargados de regular el mercado de capitales. Por consiguiente, trataremos de esbozar nuestro criterio al respecto.

De acuerdo con la acepción jurídica y vulgar de oferta, la misma abarca tanto la venta como la solicitud de compra<sup>25</sup>. Sin embargo, el mismo concepto tiene un significado diferente desde el punto de vista económico<sup>26</sup>. En efecto, la oferta analizada en sentido económico es entendida como el componente del "esquema ideal del proceso de desarrollo de la actividad económica", que se funda en el juego de la ley de la oferta y la demanda mediante la interpretación del mecanismo de los precios<sup>27</sup>.

En tal sentido, la oferta se corresponde con "la cantidad de bienes o servicios que los vendedores llevan al mercado para transferirlos a un precio determinado"<sup>28</sup>. Por el contrario, el concepto de demanda es la "cantidad de una mercancía que los consumidores desean y pueden comprar a un precio dado en un período dado"<sup>29</sup>.

De lo anterior puede inferirse que el concepto de oferta, en el sentido jurídico, excede los límites que dicho concepto tiene en materia económica, abarcando no solamente la propuesta de venta sino también la solicitud de compra (demanda).

En los países de habla inglesa el término jurídico oferta (*offer*) engloba tanto la propuesta de venta como la de compra. Por el contrario, el mismo concepto utilizado en sentido económico es identificado con la palabra "supply".

Visto lo anterior cabe preguntarse cuál de las acepciones debe utilizarse en el mercado de capitales. En nuestro criterio no existen razones de índole científica que permitan afirmar que una u otra de las acepciones mencionadas debe ser adoptada. Por lo tanto, consideramos que el concepto de oferta puede ser interpre-

23. Ver página 97.

24. Argentina, México y Colombia incluyen en sus respectivas legislaciones lo que debe entenderse por oferta.

25. Ver página 94.

26. Ver nota 11, pág. 94.

27. H. Weller, *ob. cit.*, p. 915.

28. Graham Bannock et. al., *The Penguin Dictionary of Economics*. 2nd. ed. Inglaterra, Penguin Books Ltd., 1979, p. 428. En igual sentido: ver Nota 11, pág. 94.

29. Arthur Seldon y F. G. Pennance, *Diccionario de Economía*. Barcelona, Oikos-Tau Ediciones, 1975, p. 175.

tado en su sentido económico o jurídico siempre y cuando dicha interpretación esté en concordancia con la finalidad de las respectivas legislaciones al regular el mercado de valores. En otras palabras, el alcance y contenido del término oferta debe entenderse en función de la necesidad práctica de aplicar la ley cuando una particular clase de personas pudieran verse afectadas y requirieran, en consecuencia, la aplicación de la misma.

No obstante lo expuesto, resultaría prudente destacar que la inclusión de la solicitud de compra de títulos valores (demanda, en sentido económico) dentro del concepto analizado ofrece mayores seguridades, a los efectos de evitar potenciales daños que podrían derivarse de su exclusión al definir el alcance del concepto oferta pública de títulos valores.

En tal sentido, ciertas legislaciones han adoptado el concepto jurídico de oferta (solicitud de venta o compra), el cual aparentemente impide el surgimiento de ciertas estructuras que eludan la aplicación de la ley en perjuicio de los inversionistas<sup>30</sup>.

La reticencia en interpretar el concepto de oferta en el sentido de abarcar la solicitud de compra, también denominada oferta pública de compra, se debe fundamentalmente a una visión limitada de la finalidad que se persigue al controlar el mercado de valores. En efecto, la regulación de un mercado de capitales no debe circunscribirse o fiscalizar únicamente la captación del ahorro a través de ofertas públicas primarias de venta. Por el contrario, dicha fiscalización debe existir aun después de haberse vendido o colocado la totalidad de una determinada emisión. Esto último tiende a proteger no solamente el desarrollo ordenado del mercado, sino también a los accionistas minoritarios de aquellas empresas que lleguen a ser controladas por una persona o grupo, en razón de la adquisición del porcentaje mayoritario de las acciones realizadas a través de una oferta pública de compra.

La tendencia interpretativa que circunscribe la oferta pública de títulos valores a controlar únicamente la captación del ahorro público no ha reparado en los perjuicios que puede causar al mercado y al inversionista, y asimismo ha restado importancia a la difusión de las ofertas públicas de compra de títulos valores como medio de concentración y reorganización de las sociedades anónimas<sup>31</sup>.

El efecto distorsionante y potencialmente perjudicial de una oferta pública de compra se verifica generalmente cuando la misma se realiza en forma secreta, al impedir una efectiva y adecuada revelación de información que permita conocer a los accionistas minoritarios y a los organismos contralores los términos de la negociación. En ciertos países con mercados de valores más desarrollados existen regulaciones con respecto a la oferta pública de compra, también denominada "take over bid" y "tender", las cuales frustran los riesgos potenciales a que hicimos referencia. En tal sentido y a los efectos de evitar perjuicios a los inversionistas deben existir puntos de concordancia en cuanto a la forma en que deben regularse las ofertas públicas de compra. En primer lugar la oferta debe ser pública, lo cual implica su sometimiento a la aprobación o control de los organismos competentes. Dicho control o aprobación de la oferta pública de compra estará supeditada a la preparación de un prospecto contentivo de la información necesaria de la operación a realizarse.

30. Argentina, Ley Nº 17.811 artículo 16. México, Ley de Mercado de Valores artículo 2.

31. Según Trochu, "el procedimiento de la llamada oferta pública de compra consiste en que una persona física o moral hace conocer públicamente a los accionistas de determinada sociedad que está dispuesto a comprarles, bajo la vigilancia de las autoridades bursátiles, sus títulos o acciones a un precio superior al cambio cotizado en Bolsa". Tal oferta pública de compra permite asegurar el control de dicha sociedad.

"Les offres publiques d'achat" (en *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, Nº 3, julio-septiembre, 1967, p. 696).

Citado por: Antonio Rodríguez Sastre, en *La oferta pública de adquisición de valores mobiliarios*. Madrid, Bolsa Oficial de Comercio de Madrid, 1973, p. 15 y sig.

La información a los accionistas y al público en general es esencial en este tipo de operaciones, en razón de que permite determinar con claridad la conveniencia de llevar adelante la transacción, además de hacerla más transparente. Asimismo, la oferta debe ser canalizada, una vez aprobada, a través de una Bolsa de Valores, a un precio superior al de la cotización bursátil y con igualdad de tratamiento para todos los accionistas. En cuanto al precio de la oferta debe justificarse tomando en cuenta todos los elementos que han incidido en su determinación. De la misma manera deberán especificarse las modalidades de pago. Tiene especial importancia el control sobre el precio de la oferta con la finalidad de evitar que la misma, no solamente se haga a un precio muy superior al valor real de los títulos, sino también, que no obstante ser ligeramente superior a la cotización en Bolsa sea extremadamente inferior al valor real de los títulos.

Otro supuesto que desde la óptica del mercado de capitales puede constituir una oferta pública de títulos valores es aquel denominado "invitatio ad offerendum", es decir la invitación a ofrecer. Desde la perspectiva del Derecho Civil resulta difícil en la práctica determinar cuándo se está en presencia de una propuesta para celebrar un contrato o de una invitación a recibir ofertas. En tal sentido, habrá que analizar si la invitación u oferta contiene todos los elementos para que mediante el mecanismo de la aceptación pueda perfeccionarse el contrato, de lo contrario no existiría una oferta pública como propuesta de contratar. Ahora bien, aun cuando dicha invitación a recibir ofertas no califique como una oferta pública para el Derecho Civil, sí podría serlo para el mercado de capitales cuando a través de la misma se pretenda captar el dinero del público sin la necesaria revelación de información.

Cualquier otro caso podría conducir a la conclusión antes expuesta si la estructura utilizada para comprar o vender títulos valores está dentro de los límites que la ley tiende a proteger. Por tal razón, las definiciones legales de oferta pública de títulos valores están redactadas en forma amplia a los efectos de poder adaptar las nuevas modalidades que aparezcan en el mercado, dentro de dicho concepto. La necesidad de actualizar el concepto a las nuevas circunstancias permitirá que, a través de la facultad discrecional de los organismos competentes, se pongan en funcionamiento los mecanismos legales tendientes no sólo a informar al inversionista de los hechos relacionados con estructura utilizada para ofrecer valores, evitando así la comisión de fraudes y falsas representaciones, sino también a proteger a la empresa honesta que al solicitar capital mediante una clara revelación de información de su situación se distinga de aquellas que lo hacen con falsas promociones.

Una vez considerado el concepto de oferta en sí mismo, pasamos a analizar los pilares sobre los cuales se sustenta la regulación de la oferta pública de títulos valores; el sujeto destinatario de la oferta y el medio de transmisión de la misma.

Según lo expresamos anteriormente, la característica fundamental para que una oferta se considere pública es que esté dirigida a un indeterminado número de personas. Dicha característica se corresponde con el elemento que la doctrina ha denominado destinatario de la oferta pública de títulos valores. La mayoría de las legislaciones latinoamericanas circunscriben la existencia de una oferta pública de títulos valores cuando el destinatario de la misma sea el público, sectores o grupos determinados del mismo<sup>32</sup>. Sin embargo, ninguna legislación establece cuál es el número de personas a quienes debe dirigirse la oferta para que se le considere pública o destinada al público. A este respecto la doctrina entiende por "público" a una pluralidad de personas no designadas individualmente. Por lo tanto, dicho vocablo puede abarcar desde dos personas hasta el infinito y probablemente la dirigida a una sola persona, cuando ésta sea la primera de una serie de suscriptores o cuando, en virtud de su repetición, llegue a ser equivalente en sus efectos a una

oferta hecha simultáneamente a la totalidad de los sujetos a quienes les fueron ofrecidos en forma individual los títulos objeto de la oferta <sup>32</sup>.

Asimismo, deberá considerarse como una oferta pública de títulos valores la realizada a un intermediario institucional que haya adquirido los títulos con la finalidad de distribuirlos o colocarlos entre el público. Por el contrario, si el intermediario compró los valores como inversión, la oferta deberá considerarse privada. En este último caso se presentan algunas dudas con respecto a cuál es el lapso que debe exigirse al intermediario institucional para que mantenga la inversión realizada con la finalidad de que la oferta original se considere privada. Aunque no existe una respuesta definitiva al respecto, cierta doctrina afirma que un año es un periodo suficiente para crear la presunción de que el intermediario realizó la compra de títulos valores como inversión. Sin embargo, dicha presunción desaparecería si existiera alguna prueba que evidenciara un arreglo "a priori" para distribuir los títulos valores al término del año <sup>33</sup>.

Lo anterior pone de manifiesto que si bien la indeterminación de las personas es una característica general de la oferta pública, la misma no es esencial para determinar su existencia en razón de que la configuración de un proceso de oferta pública de títulos valores no debe ser analizada en forma aislada, sino en su conjunto.

Además del público en general y según lo hemos mencionado existirá oferta pública de títulos valores cuando la misma se dirija a un sector o grupo determinado de personas <sup>34</sup>.

En relación con dicho supuesto no es del todo claro si una oferta dirigida por la sociedad emitente a empleados y accionistas para venderle acciones, por ejemplo, debe reputarse como pública en razón de que aquellos constituirían un sector o grupo determinado de personas. En nuestro criterio no existen razones para discriminar del público en general a los empleados y accionistas de una empresa que les está ofreciendo sus acciones. Resulta obvio que dichos sujetos se encuentran comprendidos dentro de las categorías que las diferentes legislaciones reconocen como destinatarios de una oferta pública de títulos valores. El hecho que los empleados y accionistas tengan una determinada relación con la sociedad emisora-oferente no necesariamente implica que los mismos estén excluidos o no requieran de la protección legal. En consecuencia, deberá analizarse si los empleados y accionistas de una empresa que les ofrece en venta sus acciones requieren de revelación de información suficiente para determinar sobre la conveniencia en la adquisición de las mismas. Indudablemente que las conclusiones que se adopten diferirán dependiendo de las circunstancias de cada caso en concreto. Sin embargo, pueden esbozarse ciertos parámetros que sirvan de guía para calificar de pública o privada las ofertas destinadas a tal sector o grupo de personas. En el caso que una determinada sociedad ofrezca en venta a sus empleados "de confianza" (v. gr. altos ejecutivos) cierto número de acciones que serán emitidas en virtud de un aumento de su capital social, habrá que analizar si los "empleados de confianza" tienen, en razón de sus cargos, acceso a obtener la misma clase de información que las leyes exigen poner a disposición de los inversionistas. Si la respuesta es afirmativa, la oferta sería considerada privada en razón de que no existiría necesidad práctica de aplicar la ley. En el supuesto contrario, la oferta sería pública y por lo tanto la sociedad oferente

32. Argentina, *Ley Nº 17.811*, artículo 16. Venezuela, *Ley de Mercado de Capitales*, artículo 20. Chile, *Ley de Mercado de Valores*, artículo 4. Colombia, *Ley Nº 32*, artículo 6 párrafo único.

33. Alfredo Morles H., *Régimen Legal del Mercado de Capitales*. Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 1979, p. 170.

34. Louis Loss, *Securities Regulations*. 2nd. ed. Boston, Little Brown and Co., 1961. Vol. 1, Chapter 1-3, p. 668 y sig.

35. Ver página 97.

deberá cumplir con los requisitos de registro y revelación de información que sean procedentes.

Además de lo expuesto, existen otros medios que permiten establecer la verificación de una oferta pública de títulos valores cuando sus destinatarios sean los empleados o accionistas de la oferente. Así por ejemplo, en los Estados Unidos existe el criterio de que una oferta hecha a un número de empleados o accionistas que no exceda de 30 personas es una operación privada, siempre y cuando la adquisición de acciones por parte de dichos sujetos sea destinada a la inversión, mas no para reventa o distribución<sup>36</sup>.

En Venezuela existen normas dictadas por la Comisión Nacional de Valores que establecen como una oferta pública de títulos valores la suscripción de acciones por parte de los accionistas, como consecuencia de un aumento de capital social con cargo a superávit o no, de una empresa cuyas acciones se encuentren inscritas en el mencionado organismo<sup>37</sup>. Sin embargo, en tales casos la empresa oferente puede ser exceptuada de elaborar el prospecto correspondiente. Aunque el fundamento de tal regulación puede estar apoyado en los criterios expuestos en los párrafos anteriores, no resulta del todo clara la necesidad práctica de aplicar la ley cuando la suscripción de acciones por parte de los accionistas se realiza en razón de un aumento de capital con cargo a superávit. En este caso, se ha discutido si se trata de una captación del ahorro de los accionistas o de un pago en especie (acciones) de los dividendos producidos por la sociedad. Cualquiera que sea la posición que se adopte, el sustento para mantener que dicho supuesto configura una oferta pública de títulos valores pareciera ser aquel de que los accionistas dispongan de la información que exige la ley para tomar la decisión correspondiente. Sin embargo, en la mayoría de los casos la decisión de realizar el aumento de capital es un acto corporativo, en el cual toman parte los accionistas reunidos en asamblea y la decisión que ella adopta es vinculante, aun para aquellos accionistas que no asistieron a la misma. La innecesaria regulación de la suscripción de acciones en razón de un aumento de capital se hace más evidente si se toma en cuenta el insignificante número de accionistas con que cuenta la generalidad de las sociedades que acceden al mercado de capitales en los países latinoamericanos. En nuestro criterio la calificación de oferta pública en tales supuestos se debe fundamentalmente, como es el caso de Venezuela, a requisitos legales necesarios que permitan la redistribución en el mercado secundario de los títulos suscritos por los accionistas. Por lo tanto, el elemento distintivo para reconocer y calificar la oferta como pública o privada es determinar si los accionistas han adquirido los títulos como inversión o para su distribución.

En relación con lo anterior, queremos agregar que si bien los empleados y accionistas de una sociedad están incluidos dentro de la categoría del sector o grupo de personas como sujetos destinatarios de una oferta de títulos valores que sea calificada como pública, no es menos cierto que esto último dependerá en definitiva de analizar todos los hechos en conjunto para determinar si existe utilidad práctica de aplicar la ley.

Finalmente, con respecto al supuesto de oferta de acciones a los accionistas realizada por la empresa oferente, cabe referirse al caso en el cual los accionistas renuncian en favor de un tercero, ajeno a la sociedad, a suscribir la emisión de acciones que les corresponden en razón de un derecho de preferencia establecido estatutariamente o legalmente. En nuestra opinión, tal supuesto configura una oferta pública de títulos valores, por cuanto lo relevante para determinar su existencia es

36. Louis Loss, *ob. cit.*, vol. 1, p. 662.

37. Artículo 21 de las "Normas relativas a la oferta pública y colocación primaria de títulos valores y a la publicidad de las emisiones" (en *Gaceta Oficial* de la República de Venezuela, Nº 31.205, de 29-3-1977).

el número de potenciales compradores y no los que en definitiva hayan adquirido los mismos. Tal conclusión resulta válida no solamente para el caso planteado sino para cualquier otro.

Una vez analizado el primero de los elementos configurantes de la oferta pública de títulos valores (v. gr. destinatario de la misma), centraremos nuestro interés sobre el medio o forma de transmisión de la oferta, el cual es el restante elemento que integra el concepto objeto del presente trabajo.

Las legislaciones latinoamericanas han adoptado una definición descriptiva de amplio alcance con respecto a los medios que se consideran idóneos para transmitir, al público o a sectores o grupos de éste, una oferta para la compra o venta de títulos valores que se considere pública en los términos de las respectivas leyes.

Como un ejemplo de lo expuesto, la ley argentina establece que existirá oferta pública de títulos valores cuando se efectúe "... por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, circulares o comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión"<sup>38</sup>. En otras legislaciones, tal definición se limita a circunscribirla a cualquier medio de publicidad o difusión<sup>39</sup> o algún medio de comunicación masiva<sup>40</sup>. Sin embargo, la ausencia de una enumeración exhaustiva de cuáles son los medios de difusión es subsanada mediante la facultad conferida por la ley en favor de las Comisiones Nacionales de Valores u organismos similares a los efectos de calificar, en casos de duda, la publicidad de la oferta<sup>41</sup>. La razón de lo anterior es dejar a los órganos contralores especializados la interpretación de lo que debe entenderse por medios de transmisión de la oferta, en razón de la variación y constante evolución de los mismos.

No obstante lo expuesto, debe precisarse que los medios a través de los cuales se difunde una oferta pública de títulos valores no son exclusivos de los denominados masivos, tales como la radio, prensa o televisión. En nuestro criterio deben incluirse también como medios eficientes las entrevistas personales, charlas o conferencias, realizadas por personas naturales o jurídicas, dirigidas a un número de personas determinadas, en razón de que a través de las mismas pueden lograrse los mismos efectos que cuando se utilizan los medios masivos de comunicación.

El instrumento de difusión de la oferta pública de títulos valores que contiene toda la información relativa a los mismos y de la empresa que los ofrece es aquel que se denomina "prospecto". Dicho instrumento, además de servir como un medio de publicidad autorizado de la emisión, contiene generalmente todas las condiciones que regirán las relaciones entre el emisor y los inversionistas (accionistas u obligacionistas)<sup>42</sup>, por lo cual no dudamos en calificarlo como un contrato de adhesión contentivo de la manifestación de voluntad del emisor de ofrecer públicamente títulos valores, al cual se adherirá el inversionista mediante la aceptación de todas y cada una de dichas condiciones establecidas por el oferente.

La ley norteamericana define lo que constituye un prospecto<sup>43</sup>. En tal sentido, la Securities Act expresa que tal término significa cualquier noticia, circular, aviso, carta o comunicación escrita o hecha por radio o televisión mediante la cual se

38. Argentina, *Ley N° 17.811*, artículo 16.

39. Venezuela, *Ley de Mercado de Capitales*, artículo 20.

40. México, *Ley de Mercado de Valores y Ley de Sociedades de Inversión*, artículo 2º.

41. Venezuela, artículo 20. Chile, artículo 4º.

42. Es obvio que, en el caso de una emisión de acciones de una sociedad constituida, las condiciones establecidas en el prospecto incluyen expresamente o referencialmente aquellas contenidas en los estatutos de la sociedad de la cual los inversionistas devendrán accionistas.

43. Estados Unidos, *Securities Act*. Sec. 2 (10).

ofrecen títulos valores (securities) para su venta<sup>44</sup>. Dicha definición contiene ciertas excepciones, las cuales son irrelevantes a nuestros efectos.

De conformidad con lo expuesto, la ley norteamericana identifica al "prospecto" con los diversos medios de transmisión de la oferta. Con respecto a lo anterior podría afirmarse que el "prospecto" autorizado por los organismos competentes es el medio idóneo para transmitir y publicitar la oferta.

En nuestro criterio, cualquier tipo de comunicación, ya sea de las enumeradas anteriormente o de las que en su momento califiquen los organismos competentes, podrían constituir un "prospecto" cuando tengan por finalidad la venta o compra de títulos valores. En tal caso, la difusión de dichos "prospectos" estará prohibida hasta tanto no cumplan con las exigencias de las legislaciones respectivas.

Lo anteriormente expuesto plantea interrogantes cuando la promoción publicitaria escrita u oral no contiene una solicitud de compra o venta de títulos valores. ¿Podría considerarse dicha promoción como un medio eficiente susceptible de ser prohibido? La respuesta a tal interrogante dependerá del contenido de dicha promoción y de las normas que regulen el particular.

Desde un punto de vista general podríamos afirmar que cualquier empresa puede estar interesada en realizar sondeos en el mercado, en relación con la emisión que pretende colocarse entre el público, la cual todavía no ha sido autorizada. En este sentido resulta lógico que cualquier medio que se utilice resultará válido siempre y cuando no se comprometa al inversionista en forma alguna por medio de opciones de compra, entrega de dinero a cuenta o como parte del precio del título valor o en garantía. De todas maneras resulta conveniente que dichos estudios de mercado tengan una regulación mínima, la cual puede estar sujeta o no, a la aprobación del organismo respectivo. La premisa fundamental que debe tenerse en cuenta con respecto a los anuncios o promociones que persiguen un "tanteo" del mercado es que los mismos no estén diseñados como literatura de venta, ya que la función publicitaria de venta de la emisión la cumple el "prospecto". Por lo tanto, la estructura que se planea para conocer el interés del mercado con respecto a una determinada emisión debe estar delineada para que el potencial inversionista solicite el prospecto, una vez que sea autorizada y registrada la emisión.

En relación con lo anterior, consideramos que debe impedirse cualquier diseño publicitario que tenga por objeto indicar la calidad del título valor publicitado, o cualquier otra forma de calificación que implique una forma de ofrecimiento. Asimismo, no debe permitirse ningún tipo de información sobre los negocios, objeto o condición financiera de la sociedad emisora. La Comisión Nacional de Valores de los Estados Unidos estableció una regla similar a la antes expuesta con la finalidad de que dichos anuncios y comunicaciones se limiten a identificar la existencia de una oferta pública y la disponibilidad de un prospecto<sup>45</sup>. Lo anterior es de difícil aplicación en varios países latinoamericanos en razón de que la información que pudiera ser publicada no puede hacer referencia a la existencia de una oferta pública hasta tanto la misma no haya sido autorizada y la emisión de títulos registrada.

En aquellos países en los cuales el mercado de capitales es incipiente, la conveniencia de permitir abiertamente campañas de tanteos del mercado puede resultar negativa en razón de la inexperiencia de los inversionistas, los cuales pueden interpretar erróneamente las campañas promocionales hechas con anterioridad a la autorización.

Los mismos problemas se presentan con respecto a los avisos y promociones institucionales. En tal sentido, resulta muy difícil en la práctica trazar los linderos

44. De acuerdo con la legislación norteamericana se utilizan los términos *sale* y *offer* para distinguir la existencia de una oferta pública, incluyendo en el término *offer* la oferta pública de compra. Estados Unidos, *Securities Act*, 1933. Sec. 2 (3).

45. Estados Unidos, *Securities and Exchange Commission. Rule 134*. 1955.

entre una oferta pública de títulos valores y una propaganda institucional de la más variada clase que indirectamente tengan por finalidad vender títulos valores. Tal es el caso de una empresa que se dedica a la compra y venta de títulos valores o que desea interesar al público sobre determinada estructura corporativa que es nueva, en el mercado. En ambos casos resulta indudable que la finalidad de dichas promociones será la venta de títulos valores. Por lo tanto, nos inclinábamos a pensar que dicho tipo de propaganda constituiría una publicidad prohibida a menos que se limitara, dentro de los parámetros a que hacíamos referencia, para los tanteos de mercado.