

SUMARIO DE ASPECTOS LEGALES SOBRE LA COLOCACION DE ADRs EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

Roberto Guerrero V.

Master en Derecho. Profesor de Derecho Económico y Derecho Civil.
Facultad de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile

SUMARIO: Los ADRs son instrumentos negociables transados en los mercados estadounidenses que dan cuenta de las acciones de una compañía extranjera. Los programas de ADRs pueden resultar atractivos para las empresas emisoras y para los inversionistas. El mecanismo de ADRs vincula el proceso de emisión de acciones de una compañía con la participación de agentes estadounidenses en la emisión y en la colocación de dichos instrumentos. En Chile, el proceso de emisión se encuentra regulado por el Capítulo XXVI del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central y por la Circular N° 951 de la Superintendencia de Valores y Seguros. Las normas del Banco Central se refieren a los aspectos cambiarios de la transacción (el acceso al mercado cambiario formal para ingresar las divisas provenientes de la colocación y para remesar el producto de la inversión). Las normas de la Superintendencia se refieren a los aspectos societarios de la emisión de las acciones respectivas. Son además aplicables a los programas de ADRs las leyes sobre valores dictadas en los Estados Unidos. Estas señalan los requisitos para que los ADRs puedan ser colocados en los mercados estadounidenses y establecen las actuaciones que se pueden realizar mientras está pendiente la colocación. Por último, se esboza el tratamiento tributario que tienen en Chile las operaciones de ADRs.

¿QUE SON LOS AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS?

Por regla general, las acciones de una sociedad anónima abierta se emiten y transan en el mercado local donde está constituida y opera dicha empresa. En ese lugar, existe conocimiento acerca del negocio y de las alternativas de inversión que supone la actividad económico-productiva de tal compañía. En general, son los inversionistas locales quienes se interesan por adquirir títulos accionarios de una sociedad, ya sea como instrumento de rentabilidad a largo plazo o como medio de especulación. Cualquiera de los motivos para realizar una determinada inversión supone manejar en cierto modo la realidad de la sociedad y la expectativa de obtener un retorno sobre los fondos invertidos.

Sin embargo, una empresa puede ser también atractiva para inversionistas extranjeros, especialmente en un mundo económico como el de hoy, donde se ha producido, en forma cada vez más creciente, una globalización de las economías y en que el tráfico de información financiera es alto y eficiente. Una

posibilidad que tiene el inversionista extranjero interesado en invertir en empresas locales es participar directamente en el mercado local, comprando acciones de las compañías que le interesan en las bolsas de comercio respectivas. Esta alternativa es, en la práctica, poco conveniente por varias razones, siendo las principales de ellas las siguientes:

- a) Cada vez que el inversionista quisiera aumentar o disminuir su inversión estaría obligado a recurrir a los mercados locales, muchas veces a miles de kilómetros de distancia de donde se encuentra.
- b) La iliquidez de los mercados locales, lo cual significa que en ciertas circunstancias al inversionista extranjero le podría resultar más difícil vender las acciones que ha adquirido con anterioridad. Esto debido a que los mercados locales son más pequeños y limitados que los grandes centros de capital del mundo, donde estos inversionistas suelen moverse con comodidad.
- c) En muchos casos, tales como el chileno, el ingreso de divisas al mercado nacional se encuentra controlado por organismos de gobierno de los distintos países, existiendo ciertos obstáculos que hacen más onerosa la inversión. Esto ocurriría cada vez que un inversionista quisiera ingresar moneda extranjera para adquirir acciones de compañías locales.
- d) Las utilidades que generen las empresas son repartidas generalmente por la vía de dividendos pagados en moneda local, lo que muchas veces, por diferencias de tipos de cambio, puede afectar al inversionista extranjero, quien prefiere recibir dichos beneficios en monedas de aceptación mundial. Además, aun en el caso que la diferencia de cambio no afecte al inversionista, éste querrá poder convertir sus ganancias a divisas para remesarlas al exterior.

La otra posibilidad de adquirir participación accionaria por parte de un inversionista extranjero en una sociedad local es mediante algún instrumento que sea representativo de las acciones de dicha compañía y que se transe en los mercados en los que dicho inversionista esté acostumbrado a participar. Es así como en el año 1927 se crearon en Estados Unidos los Recibos Norteamericanos de Depósito (American Depositary Receipts, en adelante "ADRs") que no son otra cosa que instrumentos negociables que se compran y venden en los mercados estadounidenses y que dan cuenta de las acciones de una compañía determinada en el extranjero. Se puede decir que las operaciones de ADRs consisten en la colocación en los mercados o bolsas de valores extranjeras de instrumentos representativos de un cierto número de acciones emitidas por sociedades anónimas locales.

Para que el mecanismo de los ADRs funcione, es preciso que exista un paquete de acciones de una sociedad local depositadas con una institución bancaria extranjera. Estas acciones depositadas se denominan Acciones Norteamericanas de Depósito (American Depositary Shares o "ADSs"). A su vez, cada ADS representa un número específico de acciones del emisor que han sido depositadas en un banco depositario conforme a las normas de un contrato de depósito (en adelante, el "Banco Depositario"). Entonces, lo que en definitiva se transa en los mercados internacionales no son las acciones propiamente tales, que se encuentran depositadas, sino estos recibos o certificados, que representan un número determinado de acciones. El inversionista, al comprar ADRs, no ve

físicamente las acciones de la sociedad en la que invierte, sino un certificado que le dice que es propietario de un número de ellas.

Algunas de las ventajas de los programas de ADRs para los inversionistas internacionales son las siguientes:

- a) Los ADRs pueden ser transferidos a otros inversores de la misma forma en que son transferidas las acciones de emisores norteamericanos, sin necesidad de hacer los traspasos de las acciones en el registro de accionistas que llevan las sociedades locales, para las que el accionista inscrito en dicho libro es el Banco Depositario. Por ello, las transferencias de ADRs se registran directamente en los libros que para estos efectos lleva el Banco Depositario, quien mantiene un control de los titulares de los ADRs.
- b) El Banco Depositario realiza ciertas funciones en representación de los inversores norteamericanos, como la conversión del monto de los dividendos en moneda local a dólares y su remisión a los tenedores de ADRs, así como la transmisión a los tenedores de ADRs de información que la compañía entrega a los accionistas.
- c) Se facilitan las adquisiciones de empresas extranjeras por parte de los inversionistas de los Estados Unidos de América, aumentando su expansión internacional a través de un mecanismo flexible de financiamiento. De este modo se estimula la inversión en valores no estadounidenses en dicho mercado.

El mecanismo de ADRs es también muy atractivo para las sociedades emisoras, puesto que es un medio de obtención de fondos en montos sustancialmente más altos que los que podría obtener en su país, diversificándose de paso la base de sus inversionistas, aumentando la liquidez de sus acciones y facilitando la estabilización de los precios de sus valores por medio de una comercialización más amplia. Además, produce ciertos efectos laterales como consecuencia de la creación de instrumentos denominados en dólares, tal como la promoción de su imagen corporativa en los mercados internacionales, lo que facilita nuevas colocaciones en el futuro.

Cabe tener presente que este mecanismo presenta también ciertos aspectos poco atractivos para las empresas que emiten ADRs, cuales son:

- a) La pérdida de un porcentaje en la propiedad accionaria, como consecuencia del ingreso de nuevos accionistas;
- b) La sujeción a las leyes de valores estadounidenses, que son mucho más extensas que las locales, incluyéndose como consecuencia de ellas el mayor riesgo de responsabilidades civiles y penales;
- c) La obligación de entregar cierta información periódica sobre la compañía a organismos estadounidenses y a los inversionistas (en definitiva, al mercado);
- d) Los mayores costos en que deben incurrir los emisores como consecuencia de lo anterior;
- e) Existe también un riesgo de que aumente la volatilidad del precio de las acciones del emisor en caso que los inversionistas liquiden su inversión, lo que puede ser influido no sólo por los resultados de éste o la percepción que de él se tenga en los mercados internacionales, sino también por cambios en las condiciones económicas en dichos mercados o en los mercados locales o por fluctuaciones en los precios de las divisas.

Una de las características principales de los ADRs es que estos instrumentos pueden canjearse por las acciones que representan y viceversa. Esto es fundamental para los inversionistas, que por esta vía pueden equilibrar el precio de sus valores en ambos mercados, el local y el internacional. De este modo, si el precio de las acciones baja en el mercado local, los inversionistas comprarán acciones y luego las canjearán por ADRs, equilibrando el precio de ambos. A su vez, el canje de ADRs por títulos de acciones supone el traspaso de tales acciones a nombre de su nuevo dueño, quien queda en consecuencia habilitado para enajenarlas en el mercado local, lo que ocurrirá cuando el precio de éstas sea superior al precio de los ADRs en los mercados internacionales.

La conversión de ADRs por las acciones que representa y la posterior venta de dichas acciones en el mercado local se denomina "flowback". En aquellos países como Chile, en que el ingreso y posterior acceso a divisas se encuentra controlado, la posibilidad de hacer operaciones de "flowback" con acceso al mercado de divisas en el mercado local (esto es, asegurándole al adquirente de ADRs que tendrá acceso al mercado de divisas para remesar los fondos que obtenga con la venta de las acciones resultantes del canje) es condición determinante y necesaria para posibilitar la venta de ADRs en el mercado estadounidense.

La colocación de ADRs exige también, como característica esencial, la posibilidad que el inversionista extranjero adquiera directamente acciones de la empresa emisora en el país para posteriormente depositarlas en el Banco Depositario y canjearlas así por ADRs, operación que se denomina "inflow". El titular de los ADRs emitidos como consecuencia de una operación de "inflow" también debe tener la seguridad que tendrá acceso al mercado de divisas para ingresar los fondos necesarios para adquirir las acciones que posteriormente canjeará por ADRs. Si ello no es así, resultará más oneroso para el inversionista comprar las acciones que los ADRs y el precio de ambos jamás podrá equipararse.

EL MERCADO DE LOS ADRs

A medida que continúa la globalización de la comunidad financiera, más emisores no estadounidenses acceden al mercado de capitales norteamericano, la mayor fuente de capitales del mundo. Para muchas empresas no estadounidenses, el mercado de capitales norteamericano es una fuente cada vez más importante de fondos, en parte debido a que los inversores norteamericanos comienzan a invertir –y en algunos casos continúan invirtiendo– en forma significativa en títulos extranjeros.

Los ADRs son instrumentos financieros que no sólo permiten a las empresas el acceso a importantes fuentes de financiamiento, sino también permiten a los inversionistas internacionales la posibilidad de manejar la diversificación global y por industria de su cartera de valores. Por ejemplo, en 1994, ciento setenta y dos emisores no estadounidenses recibieron casi US\$ 20 mil millones mediante la emisión de ADRs tanto en los mercados públicos como privados de los Estados Unidos. Durante ese año se transaron en las principales bolsas de Estados Unidos US\$ 248 mil millones en ADRs, representando aproximadamente un 6.3% del total transado ese año en dichas bolsas.

En años recientes, veinte emisores chilenos han ofrecido al público ADRs en los Estados Unidos y han cotizado dichos ADRs en la Bolsa de Comercio de Nueva York (New York Stock Exchange, en adelante la "NYSE"). Durante 1994, empresas chilenas recibieron cerca de US\$ 800 millones mediante la colocación de sus ADRs en el mercado estadounidense.

El acceso a los mercados de capitales públicos y privados norteamericanos, supone que el emisor no estadounidense debe someterse a ciertas regulaciones norteamericanas que pueden aparecer complejas a quienes acceden por primera vez. A pesar que la Comisión de Valores Norteamericana (Securities and Exchange Commission, en adelante la "SEC") ha adoptado ciertas medidas a fin de facilitar la entrada de los emisores no estadounidenses al mercado de capitales norteamericano, ciertos requisitos de las leyes de valores norteamericanas, como los que se refieren a la Revelación de información, a las normas contables y a la negociación de títulos, continúan siendo un campo no familiar para quienes acceden a dicho mercado por primera vez.

FORMA DE OPERACION DEL MECANISMO DE ADRs

El proceso de la colocación y operación del mecanismo de ADRs se puede sintetizar en los siguientes términos:

1. Una sociedad anónima efectúa una emisión de acciones con el fin de colocarlas en los mercados internacionales mediante ADRs con el objeto de obtener recursos externos para financiar sus proyectos.

2. Para la colocación de las acciones en los mercados internacionales, la sociedad emisora celebra un contrato (denominado Contrato de Underwriting) con un banco de inversión que opera como agente colocador de los títulos en el exterior (en adelante, "underwriter"), quien garantiza que se colocará o suscribirá en los mercados internacionales la totalidad de las acciones emitidas. El underwriter asesora al emisor sobre las posibilidades de colocación de sus valores, así como sobre las condiciones, plazo, monto y valor de los mismos. Este se encarga, además, de planificar las estrategias para acceder a los mercados de capitales internacionales.

3. Luego, un banco extranjero que actúa como mandatario o por cuenta propia (es decir, el Banco Depositario) emite dos tipos de instrumentos financieros una vez que las acciones de la sociedad emisora son depositadas en él, los ADSs y los ADRs. Los primeros representan las acciones emitidas por la sociedad, mientras que los segundos representan una equivalencia de los ADSs y son los que en definitiva salen a circulación en las bolsas extranjeras.

4. El Banco Depositario es el titular de las acciones emitidas por la sociedad y las mantiene en su poder a su nombre en virtud de un contrato de depósito (en adelante, el "Contrato de Depósito"). Existe la posibilidad que las acciones no salgan físicamente del país y se dejen en custodia en un banco local designado especialmente para tales efectos (denominado "Banco Custodio") y que opera como agente del Banco Depositario. Esto ocurre en la generalidad de los casos.

5. Una vez que el Banco Depositario emite los ADRs representativos de ADSs, éstos son colocados en las bolsas de valores internacionales por los underwriters. Para ello, los underwriters habrán previamente hecho los esfuer-

zos necesarios permitidos por la ley para generar interés en los potenciales inversionistas extranjeros. Normalmente, los underwriters organizan junto a los representantes de la sociedad emisora varias reuniones con potenciales inversionistas en Estados Unidos y en otros mercados internacionales, lo que se denomina "road show", en el cual se expone la próxima colocación, la situación objetiva de la empresa y se responden las preguntas de los inversionistas.

6. Terminada la colocación internacional de los ADRs, los recursos obtenidos en ella son transferidos por los underwriters a la sociedad emisora en la moneda que corresponda (normalmente dólares estadounidenses) y, en el caso chileno, dicha sociedad está obligada a convertir dichos fondos a pesos en el mercado formal de divisas.

7. Posteriormente, los dividendos que distribuya la sociedad emisora deben ser remesados al Banco Depositario para su distribución entre los tenedores de ADRs en la proporción que les corresponda. En el caso chileno, el Banco Central, en virtud de un contrato de inversión extranjera que ha celebrado previamente con el Banco Depositario (conocido como "Convenio Capítulo XXVI"), garantiza al Banco Depositario el acceso al mercado cambiario formal para la adquisición de las divisas respectivas.

8. Los tenedores de ADRs tienen derecho a negociar estos valores libremente, sin necesidad de efectuar los traspasos de las acciones que representan, ya que éstas se encuentran inscritas a nombre del Banco Depositario. La transferencia de los ADRs se inscribe en un registro especial que debe llevar el Banco Depositario, quien mantiene un control de los titulares de los ADRs.

9. Los tenedores de ADRs tienen también derecho a convertirlos en las acciones que representan mediante su canje (flowback), presentando los ADRs ante el Banco Depositario y recibiendo las acciones correspondientes. El canje de ADRs por acciones supone el traspaso de dichas acciones a nombre de su nuevo dueño, quien queda habilitado para venderlas en la bolsa local y, en el caso chileno, autorizado para tener acceso al mercado cambiario formal para la adquisición de las divisas correspondientes y efectuar su remesa al extranjero.

10. Los inversionistas extranjeros tienen también la posibilidad de adquirir en las bolsas locales acciones de la sociedad emisora y convertirlas en ADRs mediante su canje (inflow), presentando tales acciones ante el Banco Depositario.

EL PROCESO DE EMISION DE ADRs EN CHILE

Existen en nuestro país fundamentalmente dos cuerpos normativos que regulan el proceso de emisión de ADRs a ser colocados en los mercados internacionales. Con motivo de la primera colocación de estos instrumentos en el año 1990, tanto el Banco Central de Chile (en adelante, el "Banco Central") como la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante, la "Superintendencia") dictaron las normas que en el futuro regirán estas operaciones, las que han sido modificadas y perfeccionadas subsecuentemente.

Las normas dictadas por el Banco Central se refieren a los aspectos cambiarios de un programa de ADRs, particularmente, lo que dice relación con el acceso al mercado cambiario formal a los emisores para ingresar las divisas provenientes de la colocación de los valores y a los inversionistas para el ingreso de divisas a efecto de realizar operaciones de inflow y para remesar el

producto de la inversión, normalmente en forma de dividendos, o de la venta de los valores, en caso que éstos decidan liquidar su inversión.

A su vez, las normas de la Superintendencia se refieren a los aspectos societarios de la emisión de los valores, estableciendo diversos requisitos de información que deben cumplir las sociedades emisoras de ADRs.

1. *Normas Cambiarias*

Las normas que regulan el régimen cambiario en relación a la adquisición de acciones de sociedades anónimas y a la emisión de títulos para su transacción en el extranjero se encuentran en el Capítulo XXVI del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile (en adelante, el "Capítulo XXVI"). Tal como se explicó anteriormente, el objeto del Capítulo XXVI es permitir que las personas naturales y jurídicas domiciliadas y residentes en el extranjero puedan tener acceso al mercado cambiario formal para remesar al exterior (i) el producto de la enajenación de las acciones de sociedades chilenas que hayan adquirido mediante el ingreso de divisas al país y (ii) el producto de los dividendos u otros beneficios que dichas acciones hayan generado.

Con el objeto de asegurar acceso al mercado cambiario formal de divisas, es preciso que los inversionistas extranjeros firmen previamente con el Banco Central una convención en la que se fijen los derechos y obligaciones de las partes. Esta convención se conoce como Convención Capítulo XXVI y no es otra cosa que un contrato que celebra el Banco Central con los inversionistas extranjeros al amparo del artículo 47 de la Ley Orgánica del Banco Central. Es el Banco Depositario quien comparece en dicho convenio en representación de los futuros tenedores de los valores.

1.1. *La Solicitud*

Para que el Banco Central autorice una operación de este tipo, debe presentarse una solicitud a la Gerencia de División Internacional de dicho organismo. Tal solicitud debe ser presentada por la sociedad emisora de los valores conjuntamente con el Banco Depositario, que debe ser una empresa bancaria domiciliada en el extranjero. Dicha solicitud debe incluir ciertas informaciones, certificados y declaraciones:

1.1.a. *Informaciones*

Debe otorgarse información acerca de las acciones de la sociedad emisora que el Banco Depositario, en representación de los inversionistas extranjeros, pretende adquirir con los capitales que se ingresen al país.

1.1.a.i. Las acciones deben corresponder a sociedades anónimas abiertas inscritas en el Registro de Valores de la Superintendencia y deben transarse en algunas de las siguientes bolsas: Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores (Bolsa de Santiago), Bolsa de Valores de Chile (Bolsa de Valparaíso) o Bolsa de Corredores-Bolsa de Valores (Bolsa Electrónica) (todas ellas, en adelante, las "Bolsas").

1.1.a.ii. La sociedad emisora de las acciones debe haber obtenido una alta clasificación para sus instrumentos de deuda externa a largo plazo no garan-

tizados, por parte de dos firmas clasificadoras de riesgo internacional. Las clasificaciones mínimas exigidas son las siguientes:

- Tratándose de un banco o sociedad financiera, una clasificación mínima equivalente a BBB+.
- Tratándose de una empresa que no sea un banco o sociedad financiera, una clasificación mínima equivalente a BBB.

1.1.a.iii. El capital que ingrese al país no puede ser inferior a US\$ 25 millones.

1.1.b. Certificado

Debe acompañarse un certificado emitido por la Superintendencia que acredite lo siguiente:

- 1.1.b.i. Que las acciones que se pretende adquirir representan un aumento de capital de la sociedad respectiva.
- 1.1.b.ii. Que dichas acciones corresponden a las que quedaron sin suscribir por sus accionistas o por los cesionarios de la opción a suscribirlas.

1.1.c. Declaraciones

El Banco Depositario debe declarar lo siguiente:

1.1.c.i. Que el Banco Depositario será el emisor de los ADRs, debiendo individualizarse la bolsa oficial de valores extranjera en que se transarán, salvo que se acredite que los ADRs se colocarán en forma privada y que se transarán de la misma manera. Tratándose de una colocación pública, en la solicitud debe declararse también que se ha obtenido o que se obtendrá la autorización necesaria para transar y cotizar los ADRs en la bolsa oficial de valores extranjera que corresponda o en una entidad equivalente.

1.1.c.ii. Que el Banco Depositario actúa en la emisión de los ADRs por sí o como mandatario a nombre propio por cuenta de los tenedores de ADRs, es decir, de los futuros inversionistas, que debe ser un número indeterminado de personas con domicilio y residencia en un país distinto a Chile.

1.1.c.iii. Que el Banco Depositario mantendrá en su poder, en depósito, las acciones representadas por los ADRs. Sin embargo, existe la alternativa que las acciones se mantengan en depósito en Chile, bajo la custodia de una empresa bancaria chilena (el Banco Custodio), caso en el cual debe acompañarse una copia del convenio suscrito entre ambos bancos.

1.2. *Contrato de Underwriting*

Además, debe acreditarse ante el Banco Central que existe la obligación del Banco Depositario de adquirir a lo menos el 90% de la emisión inicial de los ADRs. Sin embargo, como en la práctica no es el Banco Depositario quien paga las acciones a nombre de los futuros tenedores de ADRs, sino uno o más underwriters, puede alternativamente acreditarse que los underwriters adquirirán dicho porcentaje de la emisión. Los underwriters deben ser instituciones financieras del exterior que sean aceptables para el Banco Central.

La regla general es que sean los underwriters quienes adquieran las acciones de la sociedad emisora y que, subsecuentemente, coloquen en el mercado los ADRs que con ellas se emitan. Lo usual es que al momento de comprar las acciones, los underwriters ya tengan comprometida la venta de los ADR a los inversionistas finales.

Para que el Banco Central autorice la compra directa de las acciones de la sociedad emisora por parte de los underwriters, es preciso (i) que se suscriba entre aquéllos un convenio privado denominado Contrato de Underwriting y (ii) que la compra de las acciones se efectúe simultáneamente con la colocación internacional y en las mismas condiciones convenidas con el Banco Depositario. En la práctica esto sucede siempre, porque las condiciones son a fin de cuentas negociadas con la sociedad emisora, no por el Banco Depositario, sino por los propios underwriters.

El Contrato de Underwriting es un acuerdo entre la sociedad emisora y los underwriters para la venta y adquisición de las acciones ofrecidas. Incluye, entre otras disposiciones, el número de ADRs a ser adquiridos por los underwriters, el precio de los ADRs y la comisión de los underwriters, el pago de los gastos, representaciones y garantías, compromisos, condiciones para el cierre de la operación, indemnizaciones mutuas, etc.

1.3. *El Acceso al Mercado Cambiario Formal*

Una vez que el Banco Central ha aprobado en forma definitiva la solicitud de inversión, se celebra entre este organismo y el Banco Depositario (pudiendo concurrir también la sociedad emisora y el Banco Custodio) la Convención Capítulo XXVI, que le dará al Banco Depositario el acceso al mercado cambiario formal para la liquidación de las divisas y su posterior remesa al exterior.

El Banco Depositario, o los underwriters en virtud del Contrato de Underwriting, pueden ingresar al país las divisas para la adquisición de las acciones de la sociedad emisora sólo después de aprobada la solicitud y suscrita la Convención Capítulo XXVI y dentro del plazo señalado en dicho convenio. Para el efecto del ingreso de las divisas, el capital correspondiente se sujeta a las normas del Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile (en adelante, el "Capítulo XIV"), lo que significa que debe presentarse una solicitud de ingreso de divisas por intermedio de una empresa bancaria chilena.

Esta obligación no es aplicable en caso que se ingresen nuevos capitales para adquirir acciones del emisor que correspondan a aquellas que quedaron sin suscribir luego de concluido un período de suscripción preferente, evento en el cual dichos ingresos de capital quedan amparados por las disposiciones de la Convención Capítulo XXVI respectiva si el Banco Depositario, dentro del plazo de 60 días contados desde su adquisición, comunica este hecho al Banco Central.

La sociedad emisora de las acciones que sirven de sustento a los ADRs no estará obligada a liquidar las divisas que adquiera en el mercado cambiario formal con los pesos que reciba por la venta de dichas acciones al Banco Depositario o a los underwriters, siempre que se cumpla con lo siguiente:

1.3.a. Que la compra de las divisas se realice en un banco chileno el mismo día del pago de las acciones por parte del Banco Depositario o de los underwriters, según corresponda.

1.3.b. Que las divisas que se adquieran sean depositadas en un banco chileno el mismo día de su compra.

1.3.c. Que las divisas más sus respectivos intereses sean liquidados nuevamente a pesos dentro del plazo de 180 días contados desde que se adquirieron.

Esta misma normativa se aplica en caso que los underwriters adquieran acciones directamente de accionistas de la sociedad. En tal caso, los accionistas que participen como vendedores en el contrato de underwriting están sujetos a los mismos requisitos anteriores.

1.4. *Canje de ADRs por Acciones y de Acciones por ADRs*

El proceso de canje de los valores es fundamental para el funcionamiento del mecanismo de ADRs, puesto que permite que se produzcan los arbitrajes y, como consecuencia de aquello, que se estabilicen los precios en los mercados en que se transan.

1.4.a. Operaciones de "Flowback"

El Capítulo XXVI autoriza al tenedor de ADRs para obtener del Banco Depositario que sustituya sus ADRs por las acciones de la sociedad emisora que correspondan. Esta operación de "flowback" es permitida siempre que el Banco Depositario o el Banco Custodio emita un certificado que acredite lo siguiente:

1.4.a.i. Que se han inutilizado los ADRs correspondientes a las acciones que los han sustituido.

1.4.a.ii. Que el Banco Depositario renuncia al acceso al mercado cambiario formal por la cantidad de acciones entregadas al adquirente.

1.4.a.iii. Que se individualice al adquirente, quien debe ser una persona domiciliada y residente en el extranjero.

Una vez enviado este certificado al Banco Central, el titular de las acciones sustituye al Banco Depositario en el acceso al mercado formal de divisas que otorga la Convención Capítulo XXVI. En caso que el adquirente de las acciones desee liquidarlas, para tener derecho al acceso referido es preciso que las enajene en cualquiera de las Bolsas. Además, deberá adquirir, en el plazo máximo de cinco días hábiles bancarios contados desde la fecha de venta de las mismas, las divisas correspondientes en el Mercado Cambiario Formal. Asimismo, el inversionista está obligado a remesar dichas divisas dentro de los dos días hábiles bancarios siguientes a la fecha en que el Banco Central lo autorice.

1.4.b. Operaciones de "Inflow"

El Capítulo XXVI permite a los inversionistas extranjeros ingresar divisas al país con el propósito de liquidarlas y, con los pesos que obtengan, adquirir acciones de la sociedad emisora, para luego convertirlas en ADRs. En este caso

se habla de operaciones en el mercado secundario, puesto que las acciones adquiridas por los inversionistas ya no son de primera emisión. Los inversionistas tienen derecho a ingresar el capital necesario para adquirir las acciones y para pagar los gastos e impuestos correspondientes a su adquisición, siempre que se cumpla con los siguientes requisitos:

- 1.4.b.i. Debe tratarse de personas domiciliadas y residentes en el extranjero.
- 1.4.b.ii. Deben efectuar el ingreso y liquidación de las divisas correspondientes a través del mercado cambiario formal, sujetándose a las normas del Capítulo XIV.
- 1.4.b.iii. Las acciones deben adquirirse en las Bolsas.
- 1.4.b.iv. Las acciones deben adquirirse dentro del plazo de 5 días hábiles bancarios contados desde la liquidación de las divisas.

Las acciones que de este modo se adquieran, así como aquellas provenientes de operaciones de "flowback", pueden ser convertidas en ADRs mediante su canje con el Banco Depositario, debiendo renunciar el inversionista al derecho a acceso al mercado cambiario formal en favor del Banco Depositario.

1.4.c. Encaje

Adicionalmente, en conformidad al Capítulo III del Compendio de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile, los inversionistas que ingresen divisas al país con el objeto de comprar acciones de sociedades emisoras que no sean de primera emisión o que no correspondan a aportes de capital, tienen la obligación de constituir un encaje en dólares por un año en el Banco Central equivalente al 30% del monto a ingresar, el cual no devenga intereses.

Esta obligación no rige si el inversionista opta por realizar una operación de adquisición y retroventa de pagarés en dólares a un año plazo y sin intereses emitidos por el Banco Central por el monto equivalente al del encaje, cuya tasa de descuento en la retroventa es de LIBO más 4,0 a 1 año. Lo anterior equivale a pagarle al Banco Central una suma aproximada equivalente a un 3% del monto de la inversión (asumiendo una tasa LIBO de 6%).

2. Normas de Valores

Las normas relativas a los aspectos societarios y de valores han sido definidas por la Superintendencia en la Circular N° 951, dictada el 28 de junio de 1990. En esta Circular se regula la información que deben entregar las sociedades emisoras cuyas acciones sean transadas en los mercados internacionales a través del mecanismo de ADRs.

La sociedad emisora de las acciones debe suscribir un contrato de depósito de las acciones correspondientes con el Banco Depositario, en el que se definen los derechos y obligaciones de las partes en relación a los procedimientos de registro de ADRs a nombre de los respectivos tenedores, a los procedimientos de emisión de los ADRs y de su canje por acciones y viceversa, a los procedimientos de cambios internacionales en caso de pago de dividendos y otras distribuciones, etc.

El Contrato de Depósito debe contener obligatoriamente las siguientes cláusulas:

- Advertencia a los tenedores de ADRs sobre las principales obligaciones que tienen los accionistas en Chile, especialmente lo relativo a la obligación de informar (i) a la Superintendencia cuando directa o indirectamente adquieran el 10% o más del capital suscrito de la sociedad y (ii) al público cuando directa o indirectamente pretendan obtener el control de la sociedad.
- Disposición que el Banco Depositario se compromete a proporcionar directamente a la Superintendencia la información sobre la emisión y retiro de ADRs, número de ADRs en circulación y sobre las transacciones de ADRs, todo ello en las condiciones y plazos en que está obligado a hacerlo ante la SEC.

Como las acciones de la sociedad emisora que representan a los ADRs permanecen en depósito en el Banco Depositario y se registran a su nombre, la Superintendencia ha reconocido que el Banco Depositario puede ejercer los derechos que les corresponden a los tenedores de ADRs, en particular los que dicen relación con su participación en juntas de accionistas de la sociedad.

2.1. *Obligaciones de la Sociedad Emisora*

2.1.a. Comunicar, como hecho relevante a la Superintendencia, el inicio de las gestiones con algún Banco Depositario tendientes a realizar operaciones de ADRs. Dicha comunicación debe incluir la siguiente información:

- Número de acciones involucradas en el programa de ADRs;
- Precio mínimo de colocación;
- Nombre del Banco Custodio, en caso de proceder, y
- Cualquier otro antecedente que, a juicio del emisor, sea importante señalar.

2.1.b. Informar como hecho esencial la inscripción de los ADRs en la SEC y en las bolsas de valores donde se transen, cuando corresponda.

2.1.c. Remitir una copia del contrato de depósito.

2.1.d. Enviar una copia auténtica de un ADR inutilizado, el cual debe contener como advertencia las principales obligaciones que tienen los accionistas en Chile, especialmente lo relativo a la obligación de informar (i) a la Superintendencia cuando directa o indirectamente adquieran el 10% o más del capital suscrito de la sociedad y (ii) al público cuando directa o indirectamente pretendan obtener el control de la sociedad.

2.1.e. En caso que corresponda, comunicar el nombre del Banco Custodio y remitir el convenio que se haya suscrito al efecto.

2.1.f. Remitir copia de toda presentación que se haga ante la SEC.

2.1.g. Acompañar copia del Contrato de Underwriting.

2.1.h. Enviar, antes de su suscripción, una copia inutilizada de los contratos de ADRs.

2.1.i. Entregar la siguiente información periódica:

- Mensualmente, respecto de las transacciones en ADRs;
- Trimestralmente, el listado de tenedores de ADRs que le proporcione el Banco Depositario, y

- Cada vez que deba hacerlo ante la SEC, informar sobre (i) la emisión y retiro de ADRs, (ii) el número de ADRs en circulación y (iii) las transacciones de ADRs.

2.1.j. Una vez que se suscriba el Contrato de Depósito, la sociedad emisora debe enviar a sus accionistas suficiente información para que éstos puedan enterarse sobre los ADRs que se colocarán, precios, condiciones y plazos.

2.2. *Obligaciones del Banco Depositario*

2.2.a. Conforme al Contrato de Depósito, cada vez que deba hacerlo ante la SEC, el Banco Depositario debe remitir a la Superintendencia información sobre (i) la emisión y retiro de ADRs, (ii) el número de ADRs en circulación y (iii) las transacciones de ADRs.

2.2.b. El Banco Depositario debe llevar un registro de tenedores de ADRs y mantenerlo permanentemente actualizado en las oficinas de la sociedad emisora.

2.3. *Obligaciones del Banco Custodio*

Tan pronto como se disponga de la información, el Banco Custodio debe informar acerca de la custodia, mantención, depósito y registro de las acciones, y derechos que ejerza por encargo del Banco Depositario.

2.4. *Requisitos para la Colocación de Acciones de Primera Emisión*

2.4.a. En el aviso de citación a junta de accionistas que tenga por objeto pronunciarse sobre el aumento de capital pertinente, debe señalarse expresamente que es intención del directorio de la sociedad emisora la colocación de una parte de ese capital para ser transado en bolsas de valores extranjeras a través del mecanismo de ADRs.

2.4.b. Debe efectuarse la oferta preferente de las acciones que se emitan a los accionistas de la sociedad emisora.

2.4.c. La enajenación de las acciones a terceros a través de operaciones de ADRs en mercados internacionales no puede ser en condiciones y precios más favorables que los de la oferta preferente.

2.4.d. Se debe informar como hechos esenciales el precio y las condiciones obtenidas en la colocación de los ADRs bajo la modalidad de underwriting.

EL PROCESO DE REGISTRO DE VALORES EN ESTADOS UNIDOS

1. *La Securities and Exchange Commission*

La SEC es un organismo federal que creado en 1934 al aprobarse en el Congreso de Estados Unidos, dentro del plan político, económico y social denominado "New Deal" impulsado por el entonces presidente Franklin D. Roosevelt, la ley denominada Securities and Exchange Act of 1934 (en adelante, la "Ley de 1934") y cuyo objeto es aplicar y velar por el cumplimiento de las normas reguladoras de los mercados de valores. La principal misión de este organismo es asegurar que los mercados funcionen con transparencia, para lo

cual exige que las sociedades den una información completa y veraz sobre ellas mismas y sobre los valores colocados en el mercado y, además, que los profesionales del mercado de capitales actúen honestamente en las operaciones en que intervienen.

2. *La Ley de Valores del año 1933*

La ley denominada Securities Act of 1933 (en adelante, la "Ley de 1933"), también aprobada dentro del marco del "New Deal", impone a los emisores de valores la obligación de registrar en la SEC la información más exacta posible acerca de su negocio y de la emisión, antes de realizar la oferta y colocación pública de los mismos. El documento que se registra en la SEC se llama Registration Statement (en adelante, la "Declaración de Registro") y su principal contenido es el llamado Prospectus (en adelante, el "Prospecto").

La Sección 5 de la Ley de 1933 indica, respecto de los valores que emita una empresa, que (i) no se podrán efectuar ofertas ni ventas de ningún tipo con anterioridad a la presentación de la Declaración de Registro ante la SEC, (ii) las ofertas escritas deberán efectuarse mediante un Prospecto preliminar que satisfaga los requisitos de la Ley de 1933 y (iii) las ventas deberán efectuarse con posterioridad a que la SEC declare vigente o efectiva dicha Declaración de Registro, debiendo acompañarse (o enviarse con anticipación) un Prospecto final a cada confirmación de venta que se efectúe.

La Declaración de Registro debe entregar información a los potenciales inversionistas acerca de todos los hechos materiales sobre el emisor y sobre los valores ofrecidos que éstos han de tener en consideración al momento de tomar la decisión de invertir o no en ellos. Un hecho es material si existe una alta probabilidad, bajo todas las circunstancias, que tenga una significancia real en las deliberaciones de un inversionista razonable. En consecuencia, una información falsa o una omisión es material si, considerando a un inversionista razonable y prudente, ésta lo afecta o influencia en su decisión de comprar o no los valores.

La Declaración de Registro se compone del Prospecto y de diversos anexos (respecto de estos últimos, no existe obligación de entregarlos a los potenciales inversores, pero permanecen disponibles para la consulta del público en los archivos de la SEC). Su contenido, establecido en la Regulación S-K de la Ley de 1933, consiste en:

- Descripción del emisor y de sus actividades. Los emisores no estadounidenses generalmente deben suministrar información relacionada a la industria y a la geografía en un Prospecto para una oferta pública registrada. La información por segmentos requerida exige información para cada uno de los segmentos industriales y geográficos respecto de (i) ingresos y ventas, (ii) ganancias o pérdidas operativas y (iii) bienes. Un segmento industrial es un área del emisor que suministra un grupo de bienes y servicios relacionados, primordialmente a clientes no afiliados, en contraprestación a una ganancia. Los segmentos geográficos están conformados por un país o grupo de países en los cuales el emisor desarrolla actividades que generen ganancias por ventas a clientes no afiliados. Si bien las empresas tienen libertad para determinar la existencia de segmentos, la prueba utilizada generalmente consiste en determi-

nar si dicho segmento genera por lo menos el 10% del total de los ingresos del emisor;

- Descripción de la política de dividendos del emisor;
- Descripción de las propiedades del emisor que sean materiales;
- Descripción de cualquier proceso legal pendiente que sea material;
- (A) indicación de si el emisor se encuentra controlado por alguna empresa o gobierno y describir la naturaleza de dicho control, (B) identificación de los tenedores directos e indirectos del 10% o más del total de las acciones del emisor, y (C) indicación de la cantidad de acciones con derecho a voto en el capital del emisor de propiedad de los directores y ejecutivos en carácter grupal;
- Descripción de los mercados de valores locales o norteamericanos en que se transen los valores del emisor, incluyendo los precios máximos y mínimos en que las acciones del emisor hubiesen cotizado trimestralmente en dichos mercados;
- Descripción de los controles de cambio y las restricciones que afecten a los tenedores de acciones, así como los impuestos a los que estarán sujetos los tenedores de ADSs conforme a las leyes y reglamentaciones locales;
- Indicación de información financiera del emisor de los últimos cinco años;
- Análisis y discusión, por parte del directorio del emisor, acerca de la situación financiera y los resultados de las operaciones de la compañía, así como la liquidez y los requisitos de capital del emisor (Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations o "MD&A"). El MD&A es el análisis que el directorio efectúa, desde su propia óptica, de los resultados de las operaciones y de la situación financiera del emisor. El MD&A debe analizar las tendencias materiales de los resultados operativos y de la situación financiera del emisor, así como cualquier desarrollo que pudiese ocasionar que la situación financiera reportada no fuese necesariamente indicativa de los resultados operativos o de la situación financiera futura;
- Suministro de información acerca de los directores y principales ejecutivos del emisor, incluyendo su remuneración;
- Descripción de los valores que se registran;
- Indicación del uso previsto de los recursos que se obtengan como producto de la oferta;
- (A) indicación de los principales underwriters, el monto que suscribe cada uno y los honorarios que perciben y (B) descripción del plan de distribución de los valores al público;
- Información sobre cualquier interés sustancial que el abogado o los expertos que preparen o certifiquen cualquier parte de la Declaración de Registro tuviesen en el emisor;
- Cuando corresponda, los factores de riesgo del emisor, de la emisión, de los valores, del mercado donde se transan o cualquier riesgo que puedan enfrentar los inversionistas;
- Estados financieros auditados del emisor, incluyendo (a) balances auditados a la finalización de los dos últimos ejercicios, (b) estados de resultados y de cambios en la situación financiera auditados de los últimos tres ejercicios, y (c) información financiera de los últimos cinco

años. Según la fecha en que se efectúe la oferta, pueden eventualmente ser requeridos estados financieros intermedios. Los emisores no estadounidenses pueden presentar sus estados financieros conforme a los Principios Contables Generalmente Aceptados en su país ("GAAP local") siempre y cuando los estados financieros incluyan un análisis y cuantificación de las diferencias materiales entre el GAAP local y los Principios Contables Generalmente Aceptados en Estados Unidos ("U.S. GAAP"). Recientemente, la SEC ha permitido a los emisores no estadounidenses reconciliar los estados financieros y la información financiera solamente para los dos últimos ejercicios, y para estados financieros intermedios que pudiesen ser requeridos en la Declaración de Registro. Los estados financieros contenidos en una Declaración de Registro no deben ser anteriores a diez meses a partir de la fecha en que dicha Declaración de Registro sea declarada vigente por la SEC. Un emisor cuyo ejercicio cierra el 31 de diciembre puede emitir acciones registradas ante la SEC durante el año si emite los estados financieros auditados anuales reconciliados con el U.S. GAAP antes del 30 de abril y sus estados financieros semestrales (los que pueden no ser auditados) reconciliados con el U.S. GAAP antes del 31 de octubre. Cualquier otra información financiera interina distribuida al público por un emisor chileno debe incluirse en la Declaración de Registro presentada a la SEC. Dicha información interina no necesita estar reconciliada con el U.S. GAAP, siempre y cuando se suministre una descripción adecuada que indique las diferencias entre el GAAP local y el U.S. GAAP, y

- Toda otra información que sea necesaria para que la Declaración de Registro no sea incompleta o engañosa, tal como la existencia de un derecho de oferta preferente de acciones.

La SEC no tiene autoridad para evaluar si una determinada emisión de valores puede ser ofrecida al público o no en razón de la calidad del instrumento respectivo. Al examinar la Declaración de Registro, la SEC comprueba que ésta cumple con todos los requisitos y, si estima que es incompleta o imprecisa en algún aspecto material, informa al emisor para que la complete o rectifique. Esto es, dicho organismo sólo puede exigir que el emisor revele y haga públicos todos los hechos, datos e información que el potencial inversor ha de considerar como necesarios para decidir acerca de la conveniencia de hacer la inversión.

Este objetivo que persigue la Ley de 1933 se denomina *disclosure* (en adelante, la "Revelación") y es una de las claves en la regulación global del mercado de valores en los Estados Unidos. El otro de los objetivos globales de esta normativa lo constituye la penalización del fraude o antifraud en materia de valores. Tal como lo ha señalado la Corte Suprema de los Estados Unidos, la Ley de 1933 ha sido diseñada para que los inversores obtengan una Revelación completa de toda la información material relativa a ofertas públicas de valores, para la protección de aquéllos en contra del fraude y, por medio de la imposición de determinadas responsabilidades civiles, para promover modelos éticos de honestidad y justicia en el comercio.

La Ley de 1933 establece una estructura normativa con determinados pasos que los emisores deben seguir en la colocación pública de sus valores. Tal como se señaló anteriormente, por regla general, ninguna emisión de valores puede ser ofrecida o vendida si no está previamente registrada en la SEC. Existen, sin

embargo, determinados valores y transacciones que están exentos de esta obligación, entre las cuales se encuentran las colocaciones privadas. La Ley de 1933, que comprende además las regulaciones dictadas por la SEC al respecto, especifica en su Sección 7 cuál es la información que debe hacerse pública y establece las responsabilidades en que se incurre por informaciones falsas, engañosas o incompletas y por el incumplimiento de la obligación de registrar la emisión.

3. *La Emisión de los Valores*

Según lo establecido en la Sección 5 de la Ley de 1933, en el proceso de la emisión pública de valores para su posterior colocación en el mercado existen tres períodos de tiempo, en los cuales está regulado lo que está permitido hacer respecto de los valores afectados:

3.1. *Período Previo o de Prerregistro*

Este período supone que la Declaración de Registro no ha sido presentada todavía a la SEC. Es decir, es todo el tiempo anterior, en el cual el emisor, en conjunto con los underwriters, prepara el Prospecto y los documentos restantes que le permitirán registrar la emisión en la SEC.

En este período, está prohibido a los emisores, a los underwriters y a los dealers (agentes de venta, incluyendo a los corredores de valores) (i) comprar u ofrecer comprar y (ii) vender u ofrecer vender valores que no hayan sido previamente registrados.

El tema más complejo en este período es el de la oferta de los valores, pues este término ha sido establecido e interpretado en forma amplia por la legislación y los tribunales. Así, en esta materia se estima que una "oferta" es cualquier actividad que pueda precondicionar al mercado, tales como los anuncios de prensa, las declaraciones verbales realizadas en público por ejecutivos, directores o administradores del emisor y toda otra acción que tenga como objetivo crear un interés en el público con miras a la futura emisión. De este modo, mientras no se presente la Declaración de Registro ante la SEC está prohibido hacer publicidad del emisor si con ello se pretende aumentar, o de hecho se aumenta, el interés del público por el emisor o sus valores. Es decir, no es importante la intención del emisor al hacer publicidad, sino el efecto potencial de dicha información en el mercado.

La Regla 135 dictada por la SEC establece una serie de informaciones concretas que los emisores pueden entregar durante esta fase de la colocación de sus valores, sin que éstas se consideren "ofertas". La publicación que permite la Regla 135 se refiere a información sobre el emisor, título, monto y condiciones básicas sobre los valores a emitirse, el monto de la oferta, cuándo se efectuará, una descripción breve de la forma y objetivo de la oferta y ciertas otras informaciones específicas. La Regla 135 prohíbe expresamente que en esta publicación se identifique quién será el underwriter de la oferta. A este respecto, los tribunales han resuelto que una publicación que contenga cualquier otra información distinta de aquéllas permitidas por la Regla 135 es una violación a la Sección 5 de la Ley de 1933.

Sin embargo, ello no significa que los emisores deben abstenerse por completo de realizar esfuerzos publicitarios. Por el contrario, la SEC ha reconocido

que los emisores pueden seguir publicitando sus productos, enviando información habitual a sus accionistas y publicando avisos de prensa de rutina durante este período, siempre que esto sea una práctica normal. Se pretende con ello que los emisores continúen proporcionando la información habitual que entregan al público, pero deben ser cuidadosos en entregar información objetiva (fáctica) y en continuar con sus prácticas habituales en la materia.

Un conflicto potencial ocurre en los casos en que el emisor ya ha emitido y ofrecido otros valores al público con anterioridad. En este caso, el emisor está obligado por la Ley de 1934 a revelar sin demora cualquier evento que pueda afectar el precio de los mismos. Una nueva emisión se encuentra entre dichos eventos, por lo cual este hecho debe revelarse prontamente, generando la posibilidad que la información, en efecto, precondicione el mercado. Para evitar esto, la Circular 5180 de la SEC establece que las informaciones que se publiquen o revelen durante el Período Previo deben limitarse a la descripción objetiva de hechos, evitándose las predicciones, proyecciones y opiniones.

3.2. *Período de Espera o de Previgencia*

Una vez que la Declaración de Registro se presenta a la SEC, termina el Período Previo y comienza la segunda fase del proceso, que termina una vez que dicho organismo otorga vigencia o eficacia a la Declaración de Registro. En este período, los underwriters pueden negociar acuerdos con los dealers y tanto éstos como aquéllos pueden solicitar oralmente a eventuales interesados ofertas de compra sobre los valores. Sin embargo, durante este período no está permitido celebrar ningún contrato de compraventa de valores, excepto entre el emisor y los underwriters.

Las ofertas orales de valores no están restringidas de ninguna forma, pero las que no son orales sólo pueden efectuarse por medio de un Prospecto que al menos cumpla con los requisitos establecidos en la sección 10(b) de la Ley de 1933 y de la Regla 430 dictada por la SEC al amparo de dicha Ley. Este Prospecto es el que se conoce habitualmente como "Prospecto preliminar".

El Prospecto preliminar describe la información requerida para el Prospecto, con la excepción de cierta información que no está disponible al momento de su elaboración, tal como el precio que los underwriters pagarán por los valores que adquirirán, las comisiones que cobrarán y otros montos relacionados a dicha información. Para evitar confusiones en el público en general, todos los ejemplares del Prospecto preliminar deben llevar impresa una leyenda en rojo que indica que la información contenida en él es incompleta y provisional. Esta leyenda también da cuenta de las restricciones de venta sobre los valores a que se refiere.

La distribución del Prospecto preliminar no es obligatoria en general, pero si el emisor posteriormente solicita a la SEC que acelere la vigencia de la Declaración de Registro, este organismo exige que dicho documento haya sido distribuido a todos los underwriters y dealers que participarán en la colocación y distribución de los valores.

En cuanto a anuncios de prensa, mientras en el Período Previo ninguna oferta está permitida, la presentación de la Declaración de Registro ante la SEC permite ciertas comunicaciones por escrito. Lo que se puede informar por escrito se encuentra, sin embargo, muy regulado. Las regulaciones de la SEC sólo permiten las ofertas escritas que consistan en el Prospecto preliminar y en un

anuncio de prensa conocido usualmente como "lápida". Estas "lápidas" son anuncios que avisan la disponibilidad de un Prospecto preliminar y se encuentran reguladas por la Regla 134 dictada por la SEC al amparo de la Ley de 1933.

La Regla 134 permite publicar estos anuncios de prensa siempre y cuando se limiten a informar los aspectos generales de la emisión, que incluyen el nombre del emisor, el negocio a que se dedica, los valores a ser colocados, su precio o forma de determinación de su precio, el nombre de los underwriters, la fecha aproximada en que se piensa que comenzará la venta de los valores al público y cierta otra información relativa a ofertas de títulos especiales. Además, si la Declaración de Registro aún no ha sido declarada efectiva, el anuncio debe llevar una advertencia al público que exprese que ninguna oferta de compra puede ser aceptada durante este período y que el anuncio no constituye una oferta de venta o la solicitud de una oferta de compra.

3.3. *Período Posterior o de Postvigencia*

Esta fase del proceso comienza una vez que la Declaración de Registro se vuelve eficaz, sea porque (i) han transcurrido veinte días desde que ésta o la última de sus modificaciones fue presentada a la SEC sin que este organismo haya emitido reparos o (ii) la SEC la declara efectiva antes de cumplirse dicho plazo, cuando el emisor solicita que se acelere el proceso, conforme a la Regla 473.

Una vez que el emisor ha respondido a todos los reparos o comentarios de la SEC a la Declaración de Registro y ésta ha aprobado las modificaciones propuestas, la sociedad emisora y el underwriter principal solicitan a la SEC que la declare vigente en una cierta fecha y hora (que será aquella en la cual se determinará el precio a pagar por los underwriters). La Regla 430A dictada en conformidad a la Ley de 1933 permite declarar la vigencia de la Declaración de Registro sin que ésta contenga la información final acerca del precio, siempre y cuando el Prospecto definitivo conteniendo dicha información se presente a la SEC dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha de vigencia.

Luego de la eficacia de la Declaración de Registro, los underwriters y dealers tienen la libertad para realizar las ofertas y ventas que deseen. Todas las ofertas por escrito que se hagan durante este período deben ir, sin embargo, acompañadas o precedidas del Prospecto, al igual que todas las confirmaciones de ventas y envíos de valores. Esto se aplica aun para los casos en que se ha acompañado con anterioridad un Prospecto preliminar.

En caso de haber cualquier cambio material que afecte al emisor o los valores a colocarse durante los 90 días posteriores a la vigencia de la Declaración de Registro, el emisor debe presentar ante la SEC una modificación de postvigencia a la Declaración de Registro. Además, si la distribución original de los valores se extiende por un plazo que supere los nueve meses, el Prospecto debe ser actualizado.

El proceso de autorización para la colocación de valores en el mercado de capitales ha sido diseñado de esta manera, desalentando una rápida distribución, al menos en sus iniciales y cruciales fases, de modo que los dealers e inversionistas puedan tener acceso y la oportunidad de considerar la Revelación de los hechos financieros y relativos al negocio del emisor que sean sustanciales, contenidos en Declaraciones de Registro y Prospectos.

4. *Excepciones a la Obligación de Registro*

Existen dos clases de excepciones a la obligación de registro de los valores ante la SEC, (i) las excepciones aplicables a determinados valores y (ii) aquéllas aplicables a determinadas transacciones. En cuanto a las primeras, no están obligados a registrarse los valores emitidos por el Gobierno Federal, por los Estados, los emitidos o garantizados por bancos, los títulos de deuda con vencimiento no superior a nueve meses y los valores emitidos por ciertas instituciones. Estos valores pueden venderse en una oferta inicial y revenderse en el mercado secundario sin necesidad de registrarse. Esta excepción, sin embargo, no exime a los emisores de las responsabilidades establecidas en la Sección 17 de la Ley de 1933.

Respecto de las excepciones aplicables a determinadas transacciones, sólo son válidas para la oferta específica de que se trate, pero una reventa posterior de los valores puede estar sujeta a la obligación de registro con la SEC. Las excepciones relativas a transacciones más importantes son las emisiones de poca monta (no superiores a US\$ 5 millones en doce meses), aquéllas realizadas por personas distintas del emisor, de underwriters o de dealers, las ofertas privadas y la mayor parte de las transacciones efectuadas por dealers.

Las ofertas privadas constituyen la excepción más importante a la obligación de registrar los valores en la SEC y suponen que la oferta no se haga mediante el empleo de medios publicitarios. Para evitar que una oferta privada deba registrarse, deben darse ciertos hechos, a saber, (a) que los inversionistas sean sofisticados, esto es, que posean suficiente experiencia en materias financieras para ser capaces de evaluar los riesgos de la inversión, requerimiento del que puede prescindirse si el inversionista actúa por medio de un agente que tenga dicha condición de sofisticación y (b) que los inversores tengan acceso a la información relativa al emisor y a los valores, para lo cual se utiliza un prospecto similar al requerido en una colocación registrada. Basta que uno solo de los inversionistas en una oferta privada no reúna el requisito de sofisticación o no reciba el prospecto aludido para que dicha oferta sea considerada como pública y requiera ser registrada en la SEC.

Un elemento importante en la configuración de una oferta privada es que el comprador no adquiera los valores con la intención de distribuirlos posteriormente, sino con la de invertir a largo plazo en ellos. Por ello, los inversionistas deben mantener los valores adquiridos en una oferta privada por un tiempo suficiente para que no aparezca que su intención ha sido la de distribuirlos. Los tribunales han interpretado que tres años es un plazo razonablemente largo para determinar la intención del comprador, mientras que menos de dos años generalmente no lo es. Por ello, es habitual que al colocar privadamente sus valores, los emisores exijan a los inversionistas un certificado en el que manifiesten ser sofisticados, haber tenido acceso a la información suficiente para decidir sobre la inversión y tener la intención de invertir a largo plazo. Con frecuencia —y como forma de evitar que la emisión se convierta posteriormente en pública— se condiciona la posibilidad de revender los valores al consentimiento del emisor, pues si aquél no ejerce un cuidado razonable para evitar la distribución de los valores por parte del comprador, la excepción de registro de la emisión puede verse destruida.

Con el objeto de otorgar un cierto grado de certeza a los emisores, la SEC adoptó la Regla 144, estableciendo un "puerto seguro" para determinar en qué

momento se consolida una oferta privada, permitiéndose, en consecuencia, la reventa de los valores que han sido objeto de la emisión tanto por parte de los que los han adquirido, como por las personas que controlan al emisor. La Regla 144 sirve además para determinar si quien interviene en una transacción es, de acuerdo a los términos establecidos en la ley, un underwriter, caso en el cual la emisión debe registrarse.

La Regla 144 establece que el inversionista debe tener información adecuada sobre el emisor y que los valores adquiridos en la oferta privada deben permanecer un mínimo de dos años en poder de aquél. La Regla señala ciertos límites en los montos de las reventas en función de ciertos plazos e impone la obligación que dichas reventas se realicen por medio de corredores. El cumplimiento de dichos requisitos hace que la reventa de valores adquiridos en una oferta privada en esas condiciones no destruya la excepción de registro en la SEC.

En 1990 la SEC dictó la Regla 144A en orden a facilitar la reventa de títulos adquiridos en una oferta privada a determinados inversionistas institucionales calificados. Esta Regla persigue otorgar mayor liquidez al mercado secundario de esos valores, permitiendo, sin limitación alguna, la reventa de valores no registrados a inversionistas institucionales que posean una cartera de valores emitidos por entidades no afiliadas de al menos US\$ 100 millones o de US\$ 10 millones, si se trata de dealers y corredores.

Otra posibilidad para efectuar ofertas privadas es la que otorga la Regulación D, establecida por la SEC en 1982. Dentro de esta Regulación, se contemplan las Reglas 504, 505 y 506, que constituyen tres excepciones a la obligación de registrar emisiones de valores. La Regla 504 autoriza la venta de valores mediante el uso de la publicidad y el ofrecimiento público, siempre que la emisión sea por un monto máximo de US\$ 1 millón en un período de doce meses, sin limitación alguna en el número de compradores.

La Regla 505 autoriza la venta de valores, sin el uso de publicidad ni solicitud pública, siempre que la emisión sea por un monto máximo de US\$ 5 millones en un período de doce meses, sin limitación alguna en el número de compradores, si éstos son inversionistas calificados (incluyéndose, entre otros, a bancos, compañías de seguros y otros inversionistas institucionales, así como también a personas naturales que posean ingresos anuales de, a lo menos, US\$ 200 mil) y un máximo de treinta y cinco, si no lo son (caso en el cual éstos deben ser provistos de cierta información específica). De acuerdo a esta Regla, los inversionistas deben conservar los valores adquiridos en su poder por a lo menos dos años sin revenderlos.

La Regla 506 autoriza la venta de valores, sin el uso de publicidad ni solicitud pública, sin limitación de monto ni de número de compradores, si éstos son cualificados o, si no lo son, hasta a un máximo de 35, caso en el cual éstos deben ser sofisticados y deben, además, ser provistos de cierta información específica. De acuerdo a esta Regla, los inversionistas deben conservar los valores adquiridos en su poder por a lo menos dos años sin revenderlos.

5. *Paralelo entre una Colocación Pública y una Privada*

5.1. *Las ventajas más notorias de hacer uso de una oferta privada en comparación a una oferta pública son las siguientes:*

5.1.a. Una oferta privada puede ser efectuada en menor tiempo que una oferta pública, debido a que, entre otras razones, una oferta privada

no está sujeta a la revisión ni al proceso de comentarios por parte de la SEC.

5.1.b. Generalmente, una oferta privada puede ser efectuada a un costo menor que una oferta pública.

5.1.c. En las ofertas privadas no se sujeta a los emisores a la obligación de conformar sus estados financieros al U.S. GAAP, ni a la obligación de presentar informes periódicos a la SEC en conformidad a la Ley de 1934.

5.1.d. Una oferta privada no requiere cumplir completamente con los detallados requisitos de Revelación establecidos en la Ley de 1933. Como consecuencia de lo anterior, existe mayor flexibilidad en la preparación de los contenidos de los prospectos respectivos. Sin embargo, para evitar posibles responsabilidades que pueden surgir, en la práctica la Revelación que se hace en una oferta privada es sustancialmente la misma que se hace en una pública.

5.1.e. Finalmente, la Regla 144A permite que emisores extranjeros que no tienen experiencia en realizar ofertas dentro del mercado internacional de valores puedan efectuarlas antes de convertirse en entidades sujetas a los informes periódicos requeridos por la ley y otras responsabilidades emanadas de la realización de ofertas públicas. De esta manera, aunque la distribución de valores por medio de una oferta privada es limitada, estos emisores pueden hacerse conocidos entre la comunidad inversionista internacional.

5.2. No obstante las ventajas antes mencionadas, existen ciertos aspectos que limitan las ofertas privadas:

5.2.a. Las ofertas privadas pueden ser dirigidas a una base de inversionistas institucionales estadounidenses mucho más pequeña en comparación con el mercado que puede alcanzar una oferta pública.

5.2.b. Los valores colocados a través de la Regla 144A permanecen en calidad de "valores restringidos" para los efectos de la Ley de 1933 (generalmente por un plazo de tres años) y, por lo tanto, pueden ser revendidos sólo a otros inversionistas institucionales calificados, o fuera de Estados Unidos por medio del mecanismo establecido en la Regulación S. Como consecuencia de lo anterior, la experiencia ha demostrado que los valores colocados en ofertas privadas han tenido una modesta liquidez, salvo para aquellas ofertas de montos más grandes.

5.2.c. Los requisitos aplicables a los valores provenientes de ofertas privadas han tenido como consecuencia la realización de transacciones complejas (como el uso combinado de ofertas internacionales por la vía de la Regulación S conjuntamente con la oferta privada) y acompañadas de muchos y extensos documentos, aumentando algunos costos.

5.3. Por último, las ventajas de utilizar el mecanismo de la oferta pública registrada de valores son las siguientes:

5.3.a. Una oferta pública permite una distribución de valores a todo tipo de inversores, por lo que la oferta puede ser más amplia que una privada.

5.3.b. Existe una mayor liquidez en el mercado para los valores colocados en una oferta pública, ya que no existen restricciones en la transferibilidad de los mismos.

5.3.c. Una oferta pública facilita futuras emisiones de capital o deuda en Estados Unidos, puesto que el perfil tanto de la transacción como del emisor habrá subido entre los inversionistas, especialmente como consecuencia de que todos los instrumentos utilizados son de dominio público.

5.3.d. Una oferta pública facilita la mantención de la estabilidad del precio de las acciones por la vía de la compra de las mismas cuando sea necesario, suponiendo que existe suficiente liquidez del mercado y exceso de demanda en Estados Unidos.

6. *Obligaciones del Emisor Extranjero con Posterioridad a una Oferta Pública*

Con posterioridad al registro de las acciones y a su cotización en la NYSE, los emisores no estadounidenses deben presentar informes en un Formulario SR y otros informes periódicos conforme a la Ley de 1933.

6.1. *El Formulario SR*

Los emisores que acceden al mercado por primera vez deben presentar ante la SEC un informe en un Formulario SR, indicando, a la fecha del informe, (i) las ganancias netas de la oferta, (ii) la cantidad de acciones registradas y vendidas y (iii) el uso que le ha otorgado el emisor a las ganancias obtenidas.

El informe inicial en el Formulario SR debe presentarse dentro de los diez días posteriores a la finalización del primer período trimestral subsecuente a la fecha de vigencia de la Declaración de Registro. Los informes posteriores deben ser presentados dentro de los diez días posteriores a la finalización del período semestral posterior a la fecha de presentación inicial. Se debe presentar un informe final dentro de los diez días posteriores al último día en el cual las ganancias sean utilizadas de la forma determinada en el prospecto o la finalización de la oferta.

6.2. *Informes Periódicos*

Los emisores no estadounidenses sujetos a los requisitos de información periódicos de las leyes de mercado de valores estadounidenses deben presentar a la SEC, (i) dentro de los seis meses del término de cada ejercicio, un informe anual en un Formulario 20-F y (ii) informes en un Formulario 6-K. Dichos informes deben también ser presentados a la NYSE.

6.2.a. *El Formulario 20-F*

El informe anual en un Formulario 20-F consiste esencialmente en una actualización de la información contenida en la Declaración de Registro. Además, el Formulario 20-F debe incluir, entre otras cosas, información acerca de:

- cualquier cambio material en los derechos de los tenedores de cualquier clase de títulos del emisor que hubiesen sido registrados;
- cualquier modificación de los derechos que surjan de cualquier clase de títulos del emisor registrados, ocasionada por la emisión de una modificación de cualquier título, y

- cualquier incumplimiento material respecto a cualquier deuda del emisor, que represente más del cinco por ciento del total de los activos del emisor, que no hubiese sido solucionado dentro de treinta días.

6.2.b. El Formulario 6-K

Los informes que se realizan en el Formulario 6-K consisten en una carátula, una hoja conteniendo las firmas y la copia de ciertos informes o documentos que:

- el emisor deba distribuir al público en su país;
- hubiesen sido presentados y distribuidos al público por cualquier mercado de valores extranjero, o
- cualquier documentación del emisor que contenga información "material", como cambios en el directorio o de control, adquisiciones o disposiciones de activos significativos, quiebra o insolvencia, sustitución de los contadores certificantes, su situación financiera y de resultado de sus operaciones, cambios en los negocios, juicios materiales, modificaciones a las acciones o en las garantías de las acciones registradas, incumplimientos de las acciones emitidas o en las deudas, el resultado de las votaciones de los tenedores de títulos, y "cualquier otra información que el registrante considere de importancia material para los tenedores de los títulos".

RESPONSABILIDADES POR UNA EMISION DE VALORES EN ESTADOS UNIDOS

La Ley de 1933 establece varias acciones de resolución y de indemnización de perjuicios en favor de los inversionistas cuando los que intervienen en la venta de los valores suministran en forma negligente o culpable información falsa, engañosa o incompleta sobre datos, hechos e información de carácter material.

La Sección 11 de la Ley de 1933 establece que si al momento de adquirir vigencia o eficacia una Declaración de Registro ésta contiene una falsedad material o si omite una información necesaria para que el documento no sea engañoso, cualquier comprador que en el momento de la compra no haya tenido conocimiento de la falsedad u omisión puede demandar a (a) cualquier persona que haya firmado el documento (entre las cuales se encuentran los directores y ejecutivos del emisor), (b) cualquier administrador del emisor o persona que desempeñe funciones similares o cualquier socio, si el emisor es una sociedad de personas, (c) cualquier persona que haya sido mencionada en el Prospecto con su consentimiento, (d) cualquier experto que haya preparado una parte del documento (entendiéndose por tal a los profesionales que hayan prestado sus servicios habiendo elaborado algún documento incluido en la Declaración de Registro, como los auditores, los tasadores, etc.) y (e) cualquier underwriter de la emisión.

Esta acción, que se aplica sólo a las ofertas registradas de valores, prescribe un año después de descubrirse la falsedad u omisión, pero no más allá de tres años contados desde la venta de los valores. La responsabilidad de los underwriters está, sin embargo, limitada al total del precio de la oferta pública. Son

titulares de esta acción no sólo quienes compraron los valores directamente en la oferta, sino también los que los adquirieron en el mercado secundario, siempre que dichos valores se hayan encontrado cubiertos por la Declaración de Registro.

En caso de haber una acción amparada en la Sección 11, los demandados, a excepción del propio emisor, pueden defenderse probando que actuaron con due diligence ("Diligencia Debida"), lo que significa que deben probar que en el momento en que la Declaración de Registro adquirió vigencia o eficacia —y luego de una investigación razonable— no existían razones para creer —y de hecho no creían— que ésta contuviera falsedades u omisiones de carácter material. Para determinar cuándo la Diligencia Debida es "razonable", deben considerarse los estándares de razonabilidad que se requieren a un hombre prudente en el manejo de sus propios bienes.

La Sección 12 de la Ley de 1933, que se aplica a toda clase de ofertas de valores, permite al demandante solicitar la resolución de la compra o reclamar perjuicios si ya no tiene los valores en su poder. La Sección 12 contiene dos acciones. La sección 12(1), relativa a la venta de valores violando la Sección 5 de la Ley de 1933, esto es, si el vendedor no registró la emisión en la SEC, no entregó el Prospecto, hizo una oferta ilegal en el Período de Espera, etc., y la Sección 12(2), que establece la responsabilidad del vendedor cuando los valores se venden por medio de un documento escrito o de una manifestación oral que contiene una falsedad o una omisión de carácter material.

En caso de haber una acción amparada en la Sección 12(2), el demandado puede defenderse probando que no conocía y, con el empleo de un cuidado razonable, no hubiera podido conocer la falsedad u omisión. Al igual que la acción anterior, esta acción prescribe un año después de descubrirse la falsedad u omisión, pero no más allá de tres años contados desde la venta de los valores.

La Sección 17(a) de la Ley de 1933 y la Regla 10b-5 dictada por la SEC al amparo de la Ley de 1934 señalan que es ilícita en la venta de valores la utilización de cualquier esquema o artificio para defraudar, la recepción de dinero valiéndose de una falsedad u omisión material y cualquier actuación fraudulenta o engañosa para con el comprador de los valores. De estas disposiciones, la más relevante es la Regla 10b-5, dictada por la SEC al amparo de la Sección 10(b) de la Ley de 1934.

La Sección 10(b) es la disposición de las leyes de valores de Estados Unidos más importante en relación a la prevención y castigo del fraude en general. Esta Sección prohíbe, en conexión con la compra o venta de cualquier valor, el uso de todo artificio engañoso o manipulador y de cualquier ardid que infrinja las reglas y otras disposiciones que la SEC establezca en favor del interés público o para proteger a los inversionistas.

A su vez, la Regla 10b-5 prohíbe los siguientes actos en relación con la compra o venta de valores:

- 1) Emplear cualquier recurso, ardid o artificio destinado a defraudar.
- 2) Hacer cualquier declaración falsa sobre un hecho de carácter material u omitir un hecho de carácter material necesario para que, a la luz de las circunstancias bajo las que fue realizada, la declaración no sea engañosa.
- 3) Intervenir en algún acto, práctica o negocio que sea o pueda ser fraudulento o engañoso para cualquier persona.

Todos los términos de esta regla han sido vastamente analizados por los tribunales de justicia. Su amplitud permite que muchas acciones de resolución y de indemnización de perjuicios se ejerciten al amparo de esta norma si la actuación del demandado fue fraudulenta. La limitación más importante que se ha impuesto a su aplicabilidad es que las falsedades u omisiones han de realizarse con la intención dolosa de engañar. Las acciones al amparo de la Sección 10(b) prescriben al año de descubrirse el fraude o a los tres años de haberse cometido.

TRATAMIENTO TRIBUTARIO EN CHILE DE LAS OPERACIONES DE ADRs*

1. *Calidad de Accionista del Banco Depositario*

El Banco Depositario, en su calidad de accionista sin domicilio ni residencia en Chile de la sociedad anónima emisora de las acciones queda afecto al impuesto adicional del artículo 58 N° 2 de la Ley de la Renta por los dividendos que se le distribuyan con cargo a las utilidades, con tasa de 35%.

El mencionado gravamen se aplica con dicha tasa de 35% sobre el total de la cantidad a remesar, del cual se puede deducir como crédito el Impuesto de Primera Categoría que haya afectado a la sociedad anónima emisora de las acciones por la utilidad con cargo a la cual se distribuyen los dividendos.

Este impuesto debe ser retenido por la sociedad emisora al momento de distribuir los dividendos, descontándolo de los montos a remesar al Banco Depositario.

2. *Traspaso de los Dividendos a los Tenedores de los ADRs*

El traspaso de los dividendos que hace el Banco Depositario a los tenedores de ADRs no está sujeto a ningún impuesto de la Ley de la Renta en Chile, puesto que dichas rentas, por provenir de títulos inscritos en el exterior, son de fuente extranjera y percibidas por personas que no tienen ni domicilio ni residencia en Chile.

De acuerdo al artículo 3 de la Ley de la Renta, los extranjeros sin domicilio ni residencia en Chile sólo están sujetos a impuesto en el país sobre sus rentas de fuente chilena. El artículo 10 de dicha ley señala que son de fuente chilena las rentas provenientes de bienes situados en el país o de actividades desarrolladas en el mismo lugar, cualquiera sea el domicilio o residencia del contribuyente.

3. *Enajenación de los ADRs en el Exterior*

Por las mismas razones anteriores, el mayor valor que obtengan los tenedores de ADRs por la enajenación de estos valores en el exterior no se encuentra afecto a ningún impuesto de la Ley de la Renta en Chile.

* Esta sección es un resumen del artículo contenido en el Manual de Consultas Tributarias de diciembre de 1993. Para una explicación más pormenorizada, ver Asociación de Fiscalizadores de Impuestos Internos, Manual de Consultas Tributarias. Ediciones Técnicas Limitada, Año XVI, N° 192, diciembre de 1993, pp. 7-48.

4. *Canje de ADRs por Acciones y Posterior Enajenación de las Acciones*

Si los tenedores de ADRs ejercen el derecho a canjearlos por las acciones que representan y proceden luego a enajenar dichas acciones, ya sea en el mercado nacional o en el extranjero, éstos quedan sujetos a la tributación de la Ley de la Renta por las ganancias o mayor valor que obtengan en tales operaciones, puesto que se trata de la obtención de una renta de fuente nacional.

En efecto, el artículo 11 de la Ley de la Renta establece que para los efectos de calificar si una renta es de fuente nacional o extranjera, se entiende que están situadas en Chile las acciones de una sociedad anónima constituida en el país. En consecuencia, se entiende que las rentas que obtengan los tenedores de ADRs por la enajenación de las acciones emitidas por la sociedad emisora son de fuente chilena y, por lo tanto, afectas al impuesto de la Ley de la Renta, aunque el receptor de ellas sea una persona sin domicilio ni residencia en el país.