

---

# Algunos alcances sobre los ADRs en el sistema financiero

**Giuliana Bonelli Urquiaga**

Alumna del sexto ciclo de la Facultad de  
Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.  
Miembro de la Asociación Civil Ius et Veritas.

## 1 Introducción.

Debido al surgimiento de nuevas necesidades en los distintos ámbitos de la vida de los países, en las últimas décadas se ha venido produciendo un mayor acercamiento entre ellos, buscando nuevas formas más efectivas y dinámicas para su interrelación que han dado como resultado el proceso denominado globalización. Dentro de este contexto, examinaremos una modalidad de financiamiento que ha surgido para satisfacer muchas necesidades en el mercado internacional y que recién desde hace algún tiempo está siendo difundida en nuestro país. Nos estamos refiriendo a los Recibos de Depósito Americano o *American Depositary Receipts* (en adelante ADRs) y empezaremos analizando algunos términos importantes para el estudio y entendimiento de estos certificados de depósito en el sistema financiero.

Cuando hablamos del término **mercado de valores**<sup>(1)</sup> nos estamos refiriendo al conjunto de operaciones o transacciones de intercambio monetario o financiero, expresadas en valores mobiliarios, los cuales son transferidos libremente por sus titulares y les confieren derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor, que se constituyen para los emisores en fuente de financiamiento destinada a la producción de bienes y servicios.

En este mercado de valores puede considerarse la

existencia de dos sectores complementarios: el sector del **mercado primario** y el sector del **mercado secundario**. El primero comprende la emisión y colocación de los valores mobiliarios, de modo que se realizan los actos jurídicos relativos a la emisión y a la suscripción del título. A través de esta forma se canalizan capitales frescos hacia los sectores productivos de la economía.

La captación de recursos que se logra en el nivel primario del mercado mediante la emisión de valores mobiliarios se realiza bajo dos sistemas: el de la oferta pública y el de la oferta privada.

El mercado secundario, por el contrario, comprende la negociación posterior de los títulos, es decir, el intercambio de valores previamente emitidos y colocados; en otras palabras, éste es el nivel en el cual se realizan las transacciones relativas a los títulos que ya están en circulación. En este nivel se efectúan transacciones que implican simples transferencias de activos financieros ya existentes.

La distinción entre mercado primario y secundario está referida al tipo de operación que se realiza en cada nivel y al destino de los recursos que se movilizan en los mismos, ya que a través del nivel primario ingresan al sector productivo nuevos capitales, es decir recursos frescos, mientras que a través del nivel secundario circulan capitales entre los tenedores de valores mobiliarios.

Respecto a la legislación peruana, ésta permite que las entidades emisoras de valores mobiliarios coloquen

(1) BOZA, Beatriz. *Accediendo al Mercado de Capitales Internacional*. En : *Invirtiendo en el Perú – Guía Legal de Negocios*. Lima: Apoyo S.A. enero 1994.

sus títulos, ya sea en el mercado interno o en el exterior. Igualmente, permite que se coloquen en nuestro país valores mobiliarios emitidos en el exterior.

La denominada **colocación internacional**<sup>(2)</sup> constituye una alternativa para canalizar hacia nuestro país capitales del exterior. Las empresas peruanas, a través de la colocación de valores en el extranjero, tienen la posibilidad de aumentar las formas de financiamiento más allá del mercado financiero nacional.

Entre los mecanismos de financiamiento establecidos para la captación de capital en el mercado externo se encuentra aquél que permite acceder al mismo a través de los denominados *Depositary Receipts* o Recibos de Depósito, títulos o certificados negociables que representan acciones o títulos de deuda de una empresa ubicada fuera del mercado local del inversionista.

Existen dos tipos de *Depositary Receipts*, en función al origen de la plaza en que los mismos serán negociados: **American Depositary Receipts** o ADRs, a negociarse en el mercado norteamericano; y **Global Depositary Receipts** o GDRs, que puede transarse en cualquier otro mercado del mundo, inclusive en el norteamericano. En el caso de los ADRs, se denominarán *American Depositary Shares* ADS, cuando representen acciones.

Mediante la emisión de títulos y su negociación en mercados extranjeros, muchos países vienen integrando sus mercados de valores nacionales al circuito de los mercados financieros internacionales.

## **2 Los Recibos de Depósito Americano o American Depositary Receipts ADRs.**

### **2.1 Origen y definición.**

La necesidad de recurrir a mercados distintos al nacional o local en busca de nuevos capitales y mecanismos para el financiamiento de las empresas ha producido el surgimiento de nuevos recursos financieros, entre los que se encuentran los ADRs<sup>(3)</sup> o Recibos de Depósito Americano.

Diversos autores señalan que el origen de los ADRs se dio en la década de los veinte, ante la necesidad de inversionistas norteamericanos de adquirir acciones de compañías extranjeras en las respectivas bolsas de valores (como la de Londres), con la salvedad de que no deseaban tener en su contabilidad valores emitidos en moneda extranjera (libras esterlinas, por ejemplo), sino en dólares americanos, razón por la cual estos inversionistas pidieron a sus banqueros que compraran estas acciones y que en representación de las acciones así adquiridas, el banco les emitieran un certificado de depósito. Además quien en la práctica aparecía como titular de las acciones extranjeras era el banco depositario. Desde entonces esta forma de financiamiento inició un crecimiento impresionante en el mercado norteamericano<sup>(4)</sup>.

En consecuencia, el ADR puede ser definido como un certificado negociable, nominado en dólares y emitido por un banco norteamericano, que representa las acciones de una compañía no norteamericana. Se trata de un documento de participación en el capital de una empresa no estadounidense que brinda a sus tenedores los derechos y obligaciones inherentes al título original que representa, que pueden ser una o más acciones. Los ADRs evitan la transferencia física de acciones a los Estados Unidos y permiten que títulos que se comercian en los Estados Unidos puedan pagarse en la manera acostumbrada en el mercado estadounidense, en lugar de hacerlo en la forma usual del país de origen del emisor. Los ADRs pueden ser inscritos en las bolsas de valores de los Estados Unidos, además se encuentran sujetos a la regulación de los Estados Unidos.

La definición que da la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores CONASEV sobre los ADRs concuerda con lo anteriormente dicho y además señala que estas acciones deben ser emitidas por empresas inscritas en el Registro de la CONASEV, y depositadas en un banco custodio local. Dichos certificados se negocian en mercados de valores extranjeros, los mismos que otorgan a sus titulares el

(2) Ley de Mercado de Valores, aprobada por D.Leg.755. Artículo 4.

(3) CONASEV. *American Depositary Receipts*. Trabajo de investigación. Serie No.1, 1995.

(4) ROSSELLÓ, Rafael. *Introducción al mercado de capitales*. En: *Ius et Veritas*, Lima, No.12, año VII, junio 1996, pp.60-61.

derecho a recibir los dividendos y demás derecho que respaldan los certificados. El pago de los dividendos respectivos también se realiza en esa moneda.

## 2.2 Procesos de emisión de ADRs.

En el proceso de emisión<sup>(5)</sup> de los ADRs intervienen las siguientes partes:

a) La **empresa emisora de acciones** que decide participar en el mercado de valores de los Estados Unidos. Esta sociedad es la empresa ubicada en un país diferente a los Estados Unidos cuyos valores emitidos están representados por un ADR. Una ventaja para la sociedad emisora es su ingreso al mercado de valores norteamericanos sin las rígidas exigencias impuestas a las empresas de ese país. La empresa emisora deposita sus acciones en custodia en un banco local.

b) El **banco custodio** es la entidad situada en el país de la empresa emisora y está autorizada para custodiar las acciones que serán objeto de ADRs. Éste se encarga y responsabiliza de custodiar físicamente los valores que están representados por los ADRs que emita el banco depositario. Celebra contrato con una entidad financiera norteamericana, que opera como depositaria.

c) El **banco depositario** es el banco extranjero que emite los ADRs y actúa como depositaria de la entidad emisora de los valores en los Estados Unidos. Emite certificados negociables expresados en dólares y sus dividendos son pagaderos en la misma moneda. Asumirá responsabilidad frente a los adquirentes y tenedores posteriores sobre la existencia real de los valores extranjeros representados por los ADRs.

Se encarga además del registro de los tenedores de los ADRs que hubiere emitido, de proporcionar las informaciones que los inversionistas o tomadores de los ADRs requieran. Asimismo, según convenio que tiene tanto con el banco custodio como con la sociedad emisora de los valores que representan los ADRs, recaba información permanente sobre derechos, obligaciones y hechos de importancia vinculados con los valores representados por los ADRs.

d) Los **inversionistas** son quienes adquieren

los ADRs, sea en el mercado bursátil o extrabursátil de los Estados Unidos en los que se negocia libremente los ADRs.

## 2.3 Programas de ADR.

Los programas de ADR son las formas como estos certificados negociables pueden ser colocados en el mercado internacional, de modo que los ADRs son clasificados dentro de tres niveles, dependiendo si se trata de acciones existentes, de acciones provenientes de una nueva emisión o de si su cotización es pública o privada. Los dos primeros niveles se refieren a la negociación de acciones que ya han sido transferidas alguna vez en sus mercados nacionales configurando títulos propios de negociación en el mercado secundario.

a) **Nivel 1:** La empresa no persigue obtener capital nuevo ni financiamiento, sino solamente lograr colocar los valores de la empresa en los listados de los Agentes de Bolsa de Nueva York. Desea crear o aumentar el interés por sus acciones en el mercado secundario de los Estados Unidos, mediante la negociación de sus ADRs<sup>(6)</sup>. Se trata de empresas emisoras no registradas en la *Securities and Exchange Commission SEC* (Comisión Supervisora de Valores de los Estados Unidos), cuyos ADRs no se listan en bolsa, sino que pueden ser negociadas en el mercado *over the counter OTC* (sobre el mostrador).

Este mecanismo se realiza únicamente sobre acciones que se encuentran ya en circulación en el mercado doméstico local.

Para operar en este nivel la entidad interesada debe cumplir con ciertos requisitos que la legislación norteamericana exige, tales como:

- acreditar ante la SEC la suscripción del contrato celebrado entre la empresa emisora y el banco depositario.

- la emisión de los ADRs de acuerdo a la ley de valores norteamericana debe ser registrada bajo ciertas formas exigidas por la SEC, las cuales deben ser firmadas por el emisor y el depositario, las cuales son breves y no requieren información detallada.

- el emisor deberá obtener una exención de

(5) ROSSELLÓ, Rafael. *ADRs y Financiamiento*. En: *El Comercio*. Lima, 24 de marzo de 1994. Sección F3.

(6) White and Case. *ADRs: American Depositary Receipts*. En: *Valores*. Lima: CONASEV, julio 1993. p.35.

la SEC de los requisitos de registro e informe que ordena la ley de valores de USA.

Luego que la SEC aprueba la emisión, se puede depositar las acciones y proceder a emitir los ADR bajo el programa primer nivel en el mercado norteamericano y llevará a cabo una oferta pública. Así la empresa habrá logrado listarse en el mercado norteamericano, aunque las operaciones no se harán en bolsa sino OTC.

La información contable que la SEC solicita a la empresa emisora es la misma información y documentación que ésta se encuentra obligada a presentar a las autoridades de su propio país. Además, los costos en este programa no son relevantes.

---

Si bien la legislación nacional no establece expresamente la posibilidad de negociar estos ADRs en nuestro país, (...) se podría interpretar la posibilidad de que los ADRs sí puedan ser negociados en el país, lo que actualmente ya se está dando

---

**b) Nivel 2:** A diferencia del primer nivel, los ADRs del segundo nivel sí deben registrarse en alguna bolsa norteamericana, ya sea la *New York Stock Exchange* (NYSE), principal bolsa de valores norteamericana; el *American Stock Exchange* (AMEX) o la *National Association of Securities Dealers Automates Quotation* (NASDAQ) bajo la regulación de la SEC.

La empresa emisora deberá cumplir con todos los requisitos de registro y reporte que exige la SEC para cualquier empresa americana. Además de encontrarse la empresa obligada a:

- cumplir con las formas exigidas por la SEC de acuerdo a la ley de valores de los Estados Unidos, presentando asimismo una declaración que contiene las demás exigencias de la SEC. Es similar al informe presentado por la compañías estadounidenses

La empresa emisora debe presentar ante la SEC un reporte anual preparado de acuerdo a los *US*

*Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP). La información contable que debe darse a la SEC debe cumplir con estos principios generales de contabilidad.

Aceptado el registro por la SEC, se le permite al emisor registrar sus ADRs en alguna de las bolsas oficiales de los EU.

Este nivel otorga al inversionista una mayor y mejor información sobre el emisor, y obliga a la empresa emisora de acciones a presentar informes periódicos. En consecuencia, los costos en este nivel son más altos.

**c) Nivel 3:** En este nivel se encuentran las empresas que buscan obtener financiamiento para sus operaciones a través de una oferta pública primaria de sus acciones, siguiendo un procedimiento similar para la emisión de ADRs del segundo nivel. Debe cumplir con todos los requisitos del segundo nivel, con la diferencia de que en este mecanismo el emisor desea levantar capital de Estados Unidos, mediante oferta pública de ADRs.

La legislación norteamericana requiere:

- las formas exigidas por la SEC;
- como el emisor vende las acciones objeto de ADRs, la ley de valores norteamericana exige además del registro de los ADRs, el registro de las acciones depositadas que representa, el cual se hace mediante una declaración, que incluye información detallada sobre el emisor, y resultados financieros auditados, con una conciliación de éstos con los US GAAP.

- para que puedan ser negociados en el mercado nacional de valores de EU se debe cumplir con llenar y presentar a la SEC informes de forma periódica.

El emisor peruano deberá efectuar un aumento de capital y emitir certificados de suscripción preferente. Luego realizará una oferta privada o pública de los mismos con participación del banco de inversión. El banco suscribe acciones producto del aumento a través de un contrato de *underwriting*, luego las coloca en el mercado por medio de los ADRs. El *underwriter* suscribe acciones de manera definitiva. Sólo detenta titularidad temporalmente hasta sus colocación a inversionistas finales.

**d) *Restricted ADRs*. Regla 144:** Es una colocación privada muy similar a un programa de tercer nivel, mediante la que el emisor desea obtener capital en los Estados Unidos a través de la oferta no pública de los ADRs, y, por lo tanto, sin cumplir con requisitos de registro de la SEC. El emisor se encuentra obligado a entregar cierta información mínima para acogerse a esta regla.

Sólo se pueden vender valores que no se encuentren cotizados en bolsas estadounidenses. Se les llama RADR.

En un procedimiento de oferta de RADR, el emisor deposita sus acciones en el banco depositario a cambio de ADRs, los cuales serán vendidos por el mismo emisor a bancos de inversión. Estos venderán los certificados a los *Qualified Institutional Buyers* (QIB) que son instituciones que invierten o tienen invertido millones de dólares en valores. El banco de inversión es solo agente emisor y no tiene obligación de comprar los valores<sup>(7)</sup>.

Como las colocaciones hechas bajo el mecanismo de RADR son de carácter privado no se encuentran obligadas a cumplir las reglas de ley de valores y no son dirigidas al público en general

En 1990, la *National Association of Securities Dealers* NASD estableció un sistema electrónico y computarizado de negociación cerrada para los RADR llamado *PORTAL Private Offerings Resales and Trading Through Automated Linkages*.

Los costos para establecer un sistema de RADR son mucho menores a los que costaría establecer ADR de tercer nivel.

## 2.4 Legislación Norteamericana.

En Estados Unidos se han emitido una serie de normas que regulan los programas de ADR, algunas de las cuales son:

a) *Securities Act* de 1933: la cual establece los requisitos para el registro y divulgación de valores que van a ser ofertados públicamente en más de un Estado de los Estados Unidos.

b) *Securities and Exchange Act* de 1934: la que

establece los requisitos complementarios para el registro y divulgación de ofertas públicas y para las transacciones secundarias o sucesivas transferencias. Dispone, asimismo, las excepciones al registro ante la SEC.

c) *Generally Accepted Accounting Principles* -US GAAP: Estos son los principios de contabilidad generalmente aceptados en los Estados Unidos.

d) *Regulation S* y Norma 144 de 1990: la cual señala las condiciones para la colocación privada de ADR fuera de los Estados Unidos. Exceptúan la emisión de valores realizada fuera de los Estados Unidos del registro y la presentación periódica de información ante la SEC.

## 2.5 Legislación Nacional.

El organismo nacional encargado de regular la normatividad sobre los ADR es la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, CONASEV.

La legislación peruana<sup>(8)</sup> sobre los programas de ADR son las siguientes:

- Resolución Conasev No.358-93-EF/94.10 publicada el día 22 de diciembre de 1993. Esta resolución señala qué tipo de información debe ser presentada por las empresas que efectúen programas de ADR.

- Resolución Conasev No.630-97-EF/94.10. Dicha resolución establece las pautas que deben seguir las empresas peruanas para implementar los programas de ADR.

Las normas peruanas han establecido que se requerirá la siguiente información general con el fin de llevar a cabo algún programa de los anteriormente mencionados:

- Acta de Junta de Accionistas en la que se acordó participar en el programa de ADR.

- Contrato de depósito celebrado entre la empresa y el banco depositario.

- Contrato celebrado entre el banco depositario y el banco custodio.

En el caso de realizar un aumento de capital a través de los programas de tercer nivel y la regla 144A,

(7) Ibid.: p.38.

(8) Para mayor información sobre nuestra legislación acerca de los ADR, consultar: TOLA NOSIGLIA, José. *El mercado de valores y la bolsa en el Perú*. Lima: Mass Comunicación S.R.L. 1994. p.287.

las empresas inscritas en el registro se sujetarán a lo que dispone el Reglamento de Oferta pública Primaria, aprobado por Resolución Conasev No.906-91-EF/94.10, presentando para tales efectos información adicional a la anteriormente mencionada.

Asimismo, las empresas deberán cumplir con otorgar, entre otros, a la CONASEV, cierta información referida a la inscripción de los ADRs en la SEC u otra comisión de valores extranjera y en las bolsas de valores en que éstos se transen, información trimestral acerca de las transacciones efectuadas con ADRs, etc.

La primera experiencia peruana de emisión de ADRs fue realizada por el Banco Wiese, quien realizó

un programa de ADRs de tercer nivel<sup>(9)</sup>.

Actualmente, existen **empresas peruanas** como Telefónica del Perú S.A., Buenaventura, Banco Wiese Limitado, Interbank, Graña y Montero S.A., Luz del Sur S.A., Tele 2000, entre otras que cotizan sus ADRs en el mercado norteamericano.

Si bien la legislación nacional no establece expresamente la posibilidad de negociar estos ADRs en nuestro país, esto tampoco se encuentra prohibido, de modo que en virtud de una norma emitida por la CONASEV<sup>(10)</sup>, se podría interpretar la posibilidad de que los ADRs sí puedan ser negociados en el país, lo que actualmente ya se está dando. <sup>ATB</sup>

(9) ROJAS TUPAYACHI, Rafael. *La moda de los American Depositary Receipts. Blue chips peruanas en New York*. En: *Business. Mercados Consultoras y Publicistas S.A.*, Año I, No.1, octubre 1994; GARRIDO LECCA, Hernán. *ADR: ¿Qué se viene?*. En: *Business. Mercados Consultora y Publicistas S.A.* Año I, No.2, noviembre 1994, p.45.

(10) Resolución Conasev No.125-98-EF/94.10, publicada el 08 de setiembre de 1998, artículo 18.