

Introducción al mercado de capitales

Rafael Roselló de la Puente
Abogado.

Cuando de mercado de capitales se trata, nos referimos fundamentalmente a colocaciones internacionales, es decir, a la oferta pública o privada de títulos, ya sea primaria o secundaria, fuera del ámbito territorial del emisor.

La colocación, en términos generales, puede estar referida a deuda o capital. En otras palabras, se trata de ofrecer obligaciones (bonos) o títulos representativos de capital (acciones).

Una tercera modalidad que ha cubierto muchas necesidades en el mercado internacional, y que recién tiende a difundirse en nuestro país, es la de los certificados de depósito americano (ADRs) o certificados de depósito globales (GDRs), títulos que representan acciones de capital de una empresa y que son emitidos por una entidad financiera depositaria. Se les denomina americanos o globales en función del mercado al que van dirigidos, vale decir, el mercado norteamericano o internacional (esencialmente europeo) respectivamente, criterio según el cual pueden tener otras denominaciones dependiendo del destino.

La colocación puede efectuarse mediante una oferta pública o de manera privada (*private placement*), y de ello dependerán las regulaciones aplicables.

En materia internacional, y si del mercado norteamericano se trata, como ocurre por regla general, son aplicables básicamente dos regulaciones:

- La Ley de Valores de 1933, referida a las colocaciones en los Estados Unidos, que obliga y regula el suministro de información; y
- La Ley de intercambio de 1934, que establece los requisitos para la información que periódicamente debe ser suministrada.

A ellas se suman diversas leyes federales y estatales.

I. OFERTA PÚBLICA.

La primera exigencia que debe tenerse presente es la necesidad de efectuar el registro ante la *Securities Exchange Commission* (SEC) equivalente norteamericano de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

El primer paso que debe tomar un emisor peruano que desee hacer una oferta pública internacional es seleccionar a un banco de inversión, que será la entidad que tomará a su cargo toda la coordinación, diseño y ejecución del proyecto.

Para el procedimiento de registro debemos distinguir tres etapas:

1. Antes de la solicitud (*pre filing*). Es el período que se inicia con la selección del banco de inversión y concluye con la presentación de la solicitud de registro ante la SEC. En esta etapa no pueden realizarse ofertas de ningún tipo.
2. Procedimiento de registro (*post filing*). Etapa durante la cual pueden hacerse ofertas pero no transacciones con los títulos.
3. Post registro (*post registration*). Etapa a partir de la cual pueden realizarse ofertas y ventas y a partir de la cual debe difundirse el prospecto informativo.

El procedimiento de registro comprende, esencialmente, dos etapas:

1. La presentación de la solicitud, que supone no la simple elaboración de un documento sino todo un período de coordinación con la SEC, durante el cual puedan realizarse reuniones previas e inclusive presentarse un borrador de la solicitud a fin de llegar luego a una presentación que formalmente no sea objetable. Innecesario es señalar que este mecanismo es mucho más expeditivo que una presentación formal que luego

merece observaciones sucesivas que dilatan innecesariamente los procedimientos.

2. El proceso de debida diligencia (*due diligence*), que es una suerte de auditoría total de carácter contable y legal cuyo objetivo es determinar la situación exacta de la compañía y la posición de su contabilidad, de sus relaciones legales y de sus eventuales contingencias. El resultado de la debida diligencia determinará finalmente si los títulos son o no registrables ante la SEC. En otras palabras, una empresa cuya auditoría arroje deficiencias o cuya posición legal refleje riesgos o irregularidades o cuyo examen revele contingencias anormales, no podrá registrar sus títulos ante la SEC, por cuanto justamente lo que el registro supone es la seguridad para el público de que la empresa ha sido exhaustivamente analizada y ofrecerá la seguridad necesaria para que el ahorro de quien invierte en ellas se encuentra debidamente resguardado. Ésa es, en definitiva, la misión fundamental de una comisión supervisora de valores.

El informe de debida diligencia supone el compromiso y responsabilidad de quienes participan en el análisis y suministro de la información. Es decir, son responsables de la veracidad del informe la empresa emisora que brinda la información, los directores que certifican que esa información es correcta y el banco de inversión garante o asegurador de la suscripción (*underwriter*) que asume el proceso en su conjunto. En ese sentido, todos ellos son solidarios responsables, de conformidad con la Sección 11 de la Ley de 1933.

El proceso de debida diligencia cubre todo, y el resultado del examen es una carta de conformidad (*comfort letter*) emitida por los auditores con las conclusiones del informe, que certifica el cumplimiento de las disposiciones requeridas por el registro ante la SEC.

Asimismo, los abogados del emisor, tanto locales como norteamericanos, deben emitir una declaración en el sentido de que no conocen omisiones en las que pueda haberse incurrido de conformidad con las disposiciones legales vigentes. En igual sentido, debe producirse una declaración del banco garante en la emisión. Ellos se conocen como la opinión 10B-5 sobre inexistencia de omisiones y antifraude.

Al final del proceso, debe suscribirse el formulario F1 que contiene una descripción del negocio y una información general sobre los gastos incurridos.

Cabe señalar que el emisor debe presentar toda la información financiera requerida por la regla SX, es decir, los estados financieros de los últimos dos años y el estado de ingresos y flujo de los últimos tres años. Los estados financieros deben estar elaborados de acuerdo con los principios contables generales aceptados en los Estados Unidos (US GAAP) o con principios contables del país de origen debidamente conciliados con el país

de registro (*home GAAP* conciliado). También debe suministrar información selecta, como es el caso de las ventas netas y el resultado de operación.

La etapa final es quizás la única en la que el banco de inversión y el emisor se colocan en posiciones diferentes y dejan de formar parte del mismo equipo, pues entre ellos deben acordar el precio de la colocación. Obviamente, al emisor le interesa obtener el mayor precio posible por los títulos, mientras que al banco de inversión le interesa un precio que dentro de lo convencional sea el menor posible para que la colocación tenga el éxito asegurado entre los inversionistas. Fruto de esa negociación debe ser el acuerdo sobre el precio, como resultado del cual se divulga el prospecto.

Cumplida esta última etapa, y si no ha surgido ningún imponderable, la SEC debe ordenar el «listado» de los títulos, vale decir su inclusión en la lista de valores registrados.

II. COLOCACIÓN PRIVADA.

Existe una diferencia fundamental con la anterior, reflejada en la propia referencia, y es que en este caso la oferta no se hace al público en general ni de manera pública, sino a un ámbito limitado de inversionistas a los que se invita a invertir. La colocación estará dirigida a inversionistas institucionales, conocidos generalmente como QIBs (*qualified institutional buyers*).

En este caso los valores son restringidos, porque la colocación privada determina restricciones para su circulación. En efecto, la reventa sólo es permitida si:

- a. Se efectúa el registro ante la SEC.
- b. Transcurren más de tres años.
- c. Transcurren más de dos años, para la transferencia de una cantidad limitada que se realiza también en el ámbito privado.

Es así como nace la regla 144A, cuyo objetivo es facilitar la reventa de los títulos a inversionistas institucionales, así como la S-1933 para regular la reventa fuera de los Estados Unidos.

III. RECIBOS DE DEPÓSITO.

Se conocen como ADRs, GDRs o denominaciones similares dependiendo del mercado al que va dirigida la oferta, y nacen como mecanismos para facilitar la colocación internacional de títulos emitidos en el extranjero. Vale decir, la colocación en Estados Unidos, Europa u otros mercados, de títulos emitidos, por ejemplo, en el Perú.

El origen de los ADRs se remonta a la época previa a la crisis de los años treinta, en que inversionistas norteamericanos empezaron a buscar mercados ex-

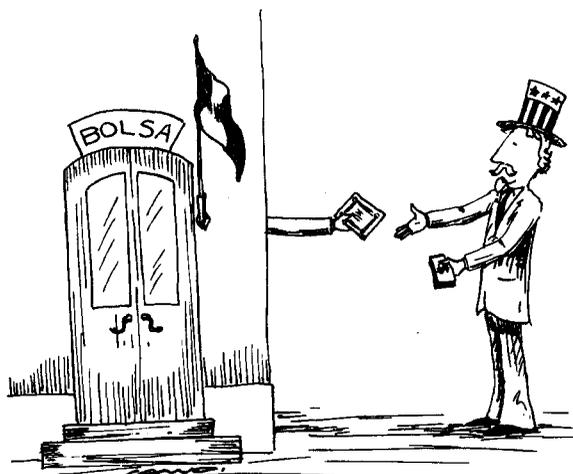
tranjeros, pero encontraron el inconveniente de que los títulos comprados en las bolsas de Europa no podían ser fácilmente incorporados a su contabilidad interna, debido esencialmente a la diferencia de moneda y a las fluctuaciones cambiarias. En la búsqueda de papeles que expresaran su propia moneda, se llegó a una fórmula en la que, en lugar de comprar los títulos directamente, el inversionista encargaba la adquisición a una entidad bancaria que depositaba las acciones entre sus activos y en representación de ellas emitía certificados representativos en dólares americanos. El inversionista contaba así con títulos expresados en su propia moneda y sin riesgo de cambio, pero que en realidad representaban acciones emitidas por empresas europeas en otras monedas. En líneas generales, es así como nacieron los programas no auspiciados, es decir, efectuados directa y privadamente por entidades financieras sin la intervención de un garante de la emisión o de la SEC.

A partir de ello, después de los años treinta surge el primer programa auspiciado, y se desarrollan las categorías que hoy conocemos como nivel 1, nivel 2, nivel 3 y regla 144A. Las dos primeras sirven para «listar» títulos ya emitidos, diferenciándose entre ellas en que la primera no requiere de registro ante la SEC ni del cumplimiento de principios de contabilidad generalmente aceptados, sino tan sólo de un contrato con un banco depositario que incluye la obligación de suministrar a la SEC toda la información que el emisor está obligado a suministrar en su país de origen. Se conoce como la excepción de información bajo la regla 12G y las operaciones se realizan fuera de rueda, sobre el mostrador de los operadores (*over the counter-OTC*). La segunda, en cambio, es una modalidad de registro que obliga al cumplimiento de los US-GAAP. Ninguno de estos niveles persigue, empero, captar capitales, pues se trata de un registro destinado al mercado secundario. A diferencia de los anteriores, el nivel 3 y la regla 144A son modalidades destinadas a levantar capital para el emisor. Mientras que el nivel 3 constituye una oferta pública registrada y es, por tanto, la más compleja y exigente de todas, la regla 144A es una modalidad destinada a colocar privadamente la emisión, colocación que se efectúa entre los inversionistas institucionales.

La única norma que en el Perú regula la emisión de ADRs por empresas bajo supervisión de la Conasev, es la resolución 358-93-EF/94.10.0, cuyas características principales son las siguientes:

1. Define a los recibos de depósito como certificados que representan, para sus tenedores, la propiedad sobre acciones emitidas por empresas inscritas en el registro de la Conasev y depositadas en un banco custodio local, que se negocian en el mercado internacional.

2. Para los programas de emisión bajo los niveles 1 y 2 se exige el contrato celebrado entre el emisor y el banco depositario; y entre el banco depositario y el banco custodio. Cabe aclarar que el banco depositario es aquel a cuyo nombre se adquieren los títulos con cargo a los cuales dicho banco emite los recibos de depósito que se colocan en el público. Obviamente, el banco depositario será de plaza extranjera. El banco custodio es el banco local que físicamente conserva los títulos representativos de las acciones y que entrega al banco depositario los certificados que acreditan la custodia de los títulos. El contrato entre el emisor y el banco depositario regula, en compleja estructura legal, las condiciones de la emisión y las obligaciones del emisor de las acciones, entre otros muchos aspectos. El contrato entre el banco depositario y el banco custodio regula los términos de la custodia y las obligaciones del banco custodio para garantizar el cumplimiento de los requisitos exigidos por las autoridades del país de colocación, también entre otros muchos aspectos. La norma también exige el acuerdo de la Junta General de Accionistas del emisor, para el programa de los recibos de depósito.



3. Tratándose de un programa basado en acciones del trabajo, se exige también el acuerdo de la Junta General de Accionistas y la aceptación de tenedores de acciones que representen al menos el veinticinco por ciento del total emitido.

4. Para el caso de programas bajo el nivel 3 o la regla 144A, que por su naturaleza persiguen aumentar el capital social mediante oferta pública primaria, deben cumplirse las normas del Reglamento de la Oferta Pública Primaria y, además, presentarse la convocatoria a Junta General de Accionistas que incluya el tema correspondiente, el documento que acredite el ejercicio del derecho de preferencia por los accionistas (en realidad se

refiere a que se ha otorgado a los accionistas el derecho de preferencia), el contrato celebrado entre los accionistas y el banco depositario, el contrato celebrado entre el banco depositario y el banco custodio, si se trata de un nivel 3, el acuerdo de Junta General de Accionistas y el número de acciones comprendidas en el programa.

5. Debe informarse a la comisión todo lo relativo a la emisión y transacciones con los recibos de depósito, en la misma forma en que se cumple con la obligación de entregar información a la SEC o equivalente del extranjero, y debe presentarse copia de la documentación presentada a la SEC o correspondiente en la misma oportunidad de entrega. La documentación debe presentarse con la correspondiente traducción. Se comprenderá que no es fácil cumplir con este último requisito.

El mercado de capitales pone al alcance de las empresas toda una dinámica para la obtención de dinero. Los mecanismos de crédito tradicionales están sien-

do rápidamente sustituidos por varias alternativas. Las colocaciones internacionales son tan solo una de esas vías. A ellas se agregan la securitización (anglicismo que proviene de «*securitization*» que significa convertir una acreencia o cuenta en valores negociables en el mercado) y que podría traducirse como la «titularización» de cuentas por cobrar de la más variada naturaleza. O el crédito bajo la modalidad de autofinanciado, cuya característica es que la garantía está dada por la viabilidad o resultado del proyecto y no por los activos.

El Perú ha entrado a una nueva era para formar parte de la globalización del capital. Con gran retraso, con grandes problemas y con nuevos peros, pero al fin lo que cuenta es que allí estamos.

Ciertamente, el marco legal que tenemos no está a la altura de esas nuevas circunstancias. Cumplir esta tarea corresponde a los abogados con espíritu de futuro. ⁴⁵