

ADRs: MECANISMO DE COLOCACION DE ACCIONES EN MERCADOS DE VALORES INTERNACIONALES

Fernando Pickmann Dianderas
Abogado
Universidad de Lima

Actualmente se produce un fenómeno al cual no podemos ser ajenos: la internacionalización de la economía mundial. Esta situación ha repercutido de manera especial en los mercados de valores, produciéndose una movilización de capitales de grandes inversionistas o fondos de inversión hacia los países en los cuales se están dando condiciones de crecimiento económico.

Los cambios que se han venido experimentando en el sistema financiero internacional han llevado a las empresas a buscar nuevas alternativas de financiamiento.

La búsqueda de soluciones se da cada vez en un mayor número de empresas de los países en desarrollo, las cuales empiezan a financiarse a través de mercados de capitales internacionales (en especial el norteamericano), colocando los valores por ellas emitidos, como bonos (*eurobonds*, *yankee bonds*, *samurai bonds* o *bulldog bonds*) o acciones (mediante los sistemas de ADRs -*American Depositary Receipts*- o GDRs -*Global Depositary Receipts*-).

El incremento de las operaciones mercantiles, especialmente las relativas a la interacción económica entre los mercados de valores de diferentes países, ha llevado a la búsqueda de nuevos mecanismos de negociación que faciliten las transacciones mercantiles.

Una de las nuevas modalidades la constituyen los ADRs, en los que, mediante la intervención de tres sujetos: la empresa emisora de acciones, el banco local que las custodia y el banco extranjero depositario y emisor de los ADRs, se logran importantes ventajas en la colocación de acciones a nivel internacional. Los distintos tipos de ADRs y su proceso de emisión son analizados en el presente artículo.

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. Asimismo, debemos resaltar que de todos los mercados financieros internacionales el que se ha mostrado como el más interesante es el mercado de valores de los Estados Unidos.

A partir de 1993, en el Perú las grandes empresas - generalmente ya inscritas en bolsa - se han interesado de manera especial por los certificados «ADR» (*American Depositary Receipts*), como un

mecanismo de acceso a los mercados norteamericano e internacional.

1. LEGISLACION DE LOS ESTADOS UNIDOS SOBRE MERCADOS DE VALORES

En los Estados Unidos existen numerosas leyes que regulan el funcionamiento de su mercado de valores, siendo las más importantes para efectos de la cotización de valores extranjeros las siguientes: *La Securities Act* de 1933, *La Securities and Exchange Act* de 1934 y *La Regulation S*.

1.1. La Securities Act de 1933

La *Securities Act* de 1933 (Ley de 1933) fue la primera norma norteamericana sobre valores que se dio como consecuencia del crack que sufrió el mercado de valores norteamericano. Esta Ley fue promulgada con el objeto de que los inversionistas recuperaran seguridad en el negocio de compra y venta de valores.

La Ley de 1933 establece los requisitos de registro que debe cumplir una oferta pública de valores a ser distribuida en más de un Estado de los Estados Unidos. Esta Ley no está relacionada con las sucesivas transferencias de valores que se produzcan después de la oferta pública inicial.

Las compañías foráneas que pretendan captar fondos en los Estados Unidos mediante una oferta pública de valores, tienen que registrarse de acuerdo a esta Ley, salvo se acojan a una de las excepciones que trataremos posteriormente.

1.2. La Securities and Exchange Act de 1934

Otra norma de gran importancia es la *Securities and Exchange Act* de 1934 (Ley de 1934). Esta Ley también regula los requisitos de registro con los que deben cumplir las empresas que cotizan valores en bolsa, pero a diferencia de la Ley de 1933, la Ley de 1934 regula los registros que deben cumplirse en el caso de sucesivas transferencias de valores.

1.3. Regulation S

Esta Ley exceptúa de los requisitos de presentación periódica y registro ante la *Securities Exchange*

Commission (SEC), en el caso específico de una emisión de valores realizada fuera de los Estados Unidos.

2. ADRs: ORIGEN Y DEFINICION

Como bien dice Roselló, los ADRs tienen su origen en la orden que un inversionista de Nueva York dio a su banquero para que le comprara determinadas acciones de una compañía inglesa en la Bolsa de Valores de Londres, pero bajo la advertencia de que no deseaba tener en su contabilidad valores emitidos en libras esterlinas sino en dólares americanos, razón por la cual le pidió que en representación de las acciones así adquiridas, el banco le emitiera un certificado de depósito. Además quien en la práctica aparecía como titular de las acciones inglesas era el banco depositario. Este mecanismo funcionó hasta principios de los años '80, con los recibos de depósito no auspiciados¹.

Como consecuencia de la innovación aportada por la operación mencionada, el mercado de valores norteamericano inició un crecimiento impresionante.

De tal manera, un 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 (acción) que representa»².

Completando los conceptos recién mencionados conviene citar lo dicho por el Estudio de abogados Mayer, Brown & Platt en informe de marzo de 1994, en la parte que expresa que «los ADRs son instrumentos negociables nominativos, que representan, directa o indirectamente, un número específico de acciones. Los ADRs son emitidos por un depositario estadounidense, usualmente un banco, contra el depósito de las acciones de la compañía extranjera en un banco depositario (actuando como agente del depositario americano) en el país de origen de la compañía emisora. 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

¹ ROSELLÓ, Rafael. "ADRs y Financiamiento". En: Diario El Comercio. Lima, 24 de marzo de 1994. p. F3.

² FREYRE SUAREZ, Luis y BAZAN NUÑEZ, Liliana. "Nuevos Instrumentos Financieros en el Perú". En: Valores. CONASEV, 1994.

en la manera acostumbrada en el mercado estadounidense, en lugar de hacerlo en la forma usual del país de origen del emisor. Adicionalmente, los ADRs, en general, establecen que el pago con respecto a los mismos sea hecho en dólares estadounidenses, independientemente de la moneda en que se hagan los pagos respecto a las acciones mismas en el país de origen. Finalmente los ADRs pueden ser inscritos en las bolsas de valores de los Estados Unidos, mientras que ciertas acciones de emisores extranjeros no pueden serlo»³.

De acuerdo con lo recién expresado, los ADRs pueden quedar definidos como títulos valores negociables expresados en dólares, que se negocian en el mercado de valores norteamericano y que son emitidos por un banco depositario norteamericano contra una cantidad de acciones que se encuentran en custodia en un banco del país de la emisora. Además, se encuentran sujetos a la regulación de los Estados Unidos y representan la propiedad de una o varias acciones de una empresa no estadounidense.

Debemos resaltar que el titular del ADR lo será igualmente de las acciones que se encuentran en custodia y de sus derechos.

Los ADRs no son acciones, sino certificados que representan acciones. Un ADR no necesariamente representa una sola acción. Bien puede, en efecto, ser representativo de una cantidad mayor.

En el Perú la Resolución CONASEV N° 358-93-EF/94.10 define a los ADRs como certificados que representan para sus tenedores, propiedad sobre acciones emitidas por empresas inscritas en el Registro de la CONASEV, depositadas en un banco custodio local. Dichos certificados se negocian en mercados de valores extranjeros, los mismos que otorgan a sus titulares el derecho a recibir dividendos y demás derechos que respaldan los certificados. Estos certificados, sean ADRs o GDRs se emiten en dólares y el pago de los dividendos respectivos también se realiza en esa moneda.

Los ADRs pueden ser promovidos o no promovidos de acuerdo a quien gestione la emisión. Así, son considerados promovidos o auspiciados cuando quien gestiona la emisión es la propia empresa

emisora de las acciones; y no promovidos o no auspiciados cuando los gestores son un inversionista o un banco de inversión como respuesta a la demanda que exista en el mercado de valores de los Estados Unidos.

3. PARTES Y PROCESO DE EMISION DE ADRs

En el proceso de emisión de ADRs participan tres partes: (i) la empresa emisora de acciones que decide incursionar en el mercado de valores de los Estados Unidos; (ii) el banco custodio o cualquier entidad de la localidad autorizada para custodiar las acciones que serán objeto de ADRs; y (iii) el banco depositario, que es el banco extranjero que emite los ADRs⁴.

El proceso de emisión consta de lo siguiente: una sociedad anónima local realiza una emisión de acciones y las coloca en custodia en una institución financiera nacional, que actúa como custodio de las acciones y celebra un contrato con una entidad financiera norteamericana, que opera como depositaria en los Estados Unidos de la entidad emisora de los valores. Esta última emite los certificados ADRs cuya característica fundamental es que se encuentran expresados en dólares, de donde sus dividendos son pagaderos en la misma moneda.

Los ADRs pueden ser clasificados dentro de tres niveles a los que identificaremos como I, II y III, dependiendo si se trata de acciones existentes, de una nueva emisión o de si su cotización es pública o privada. Es así, que de los tres niveles a los que se puede acceder, los dos primeros son para acciones ya existentes en el mercado, y el tercero para la colocación de nuevas acciones. Por tanto, debemos resaltar que el hecho de acogerse a un programa de ADRs no siempre implica levantar capitales frescos.

4. ADRs NIVEL I

Como bien dicen White & Case, mediante los ADRs Nivel I 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. Lo que la empresa emisora desea mediante este mecanismo es crear o aumentar el interés por sus ac-

³ MAYER, BROWN & PLATT. Acceso al Mercado de Capitales Internacional por Parte de Empresas Latinoamericanas: Emisión de Títulos de Deuda y Acciones. Marzo de 1994.

⁴ "ADR: Abriendo el Camino". En: Inflación y devaluación. n° 111. Lima, enero de 1994. p 3.

ciones en el mercado secundario de los Estados Unidos, mediante la negociación de sus ADRs en el mercado directo de valores⁵.

Este primer programa de ADRs se realiza únicamente sobre acciones que se encuentran ya en circulación en el mercado doméstico local.

El establecimiento de un programa de ADRs Nivel I es simple y los costos no son relevantes. Para el efecto, la entidad interesada debe: (i) acreditar ante la SEC la suscripción del contrato celebrado entre la empresa emisora y el banco depositario (este tipo de contrato se encuentra relativamente estandarizado); (ii) la emisión de los ADRs de acuerdo a la ley de valores americana debe ser registrada bajo la forma F-6 de la SEC, la misma que debe ser firmada por el emisor y el depositario, la cual es muy breve y no requiere información detallada; y, (iii) asimismo, el emisor deberá obtener una exención de la SEC de los requisitos de registro e informe que ordena la Ley de Valores de 1934 de los Estados Unidos, según lo dispuesto por la Regla 12g 3-2(b) de dicha Ley⁶.

La forma F-6 mencionada en el párrafo anterior es muy simple y no requiere de ningún tipo de información especial del emisor. Una vez que la SEC aprueba la emisión, se puede depositar las acciones y proceder a emitir los ADRs bajo el programa Nivel I.

Debemos resaltar que 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.

Cumplidos los requisitos exigidos por la SEC, el banco depositario circulará el programa de ADRs en el mercado norteamericano y realizará un oferta pública, hecho lo cual procederá a comprar las acciones en el país de emisión mediante agentes de bolsa locales, y celebrará un contrato de custodia con un banco local, el que conservará los valores en custodia y en representación del banco depositario extranjero, que -finalmente- procederá a emitir los ADRs. Con este mecanismo, la empresa habrá logrado listarse en el mercado norteamer-

cano, aunque las operaciones no se harán en bolsa sino «*over the counter*» (sobre el mostrador).

Este nivel de ADRs, si bien no permite la emisión primaria de acciones, hace posible que la empresa emisora adquiera imagen en el mercado financiero norteamericano y puede ser considerado como un primer paso a programas avanzados. Asimismo, estos ADRs de Nivel I «brindan al emisor nacional la oportunidad de expandir y diversificar la base accionaria e incrementar el precio de su acción como resultado de una demanda y negociación global»⁷.

5. ADRs NIVEL II

A diferencia del Nivel I, los ADRs Nivel II son una modalidad de registro pleno y «serán objeto de inscripción en alguna bolsa de los Estados Unidos, ya sea la *New York Stock Exchange* (NYSE), el *American Stock Exchange* (AMEX), o la *NASDAQ*»⁸.

El Nivel II es utilizado por compañías foráneas (*off shore*) de los Estados Unidos, con el objeto de ampliar su base accionaria con inversionistas americanos. En principio, el sistema de emisión es similar al del Nivel I, pero cumpliendo con requisitos más complicados que exige la SEC. Por lo tanto, esta modalidad es más costosa de poner en práctica.

Debe tenerse presente que tanto el Nivel I como el II están orientados a la negociación de acciones que ya han sido negociados alguna vez en sus mercados nacionales, es decir, son títulos propios de negociación en el mercado secundario y no persiguen levantar capital, pues están referidos a títulos que no constituyen una primera colocación en el mercado.

Para la puesta en práctica de este Nivel de ADR, como dicen White & Case, la empresa emisora deberá cumplir con todos los requisitos de registro y reporte que exige la SEC para cualquier empresa americana. Es así que la empresa, además de encontrarse obligada a cumplir con llenar la forma F-6, está obligada a registrarse ante la SEC de acuerdo a lo dispuesto por las Leyes de mercados

⁵ WHITE & CASE. "ADRs: American Depositary Receipts". En: Valores, n° 13 CONASEV, Lima, julio de 1993. p. 35

⁶ Vid. ROSELLO, p. F3

⁷ "ADRs: Alternativa de Financiamiento". En: 1/2 de Cambio. n° 275. Lima, enero 1994. p. 20.

⁸ FREYRE. BAZAN. Op. cit. p. 33.

de valores norteamericanas, presentando ante aquélla una declaración de la forma F-20, que contiene todas las demás exigencias que solicita la SEC⁹. Finalmente, la empresa emisora se encuentra sujeta al examen de la SEC, el cual incluye la presentación de un reporte anual preparado de acuerdo a los «*US Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP)*» cuya confección usualmente demora mucho tiempo.

La forma F-20, a la cual nos hemos referido, es similar al informe anual presentado por las compañías estadounidenses, pero incluye, además, información sobre ciertos aspectos adicionales, como restricciones cambiarias locales y obligaciones fiscales.

Una vez aceptado el registro por la SEC, se le permite al emisor registrar sus ADRs en alguna de las bolsas oficiales de los Estados Unidos, incluso en una de las más grandes, es decir, *New York Stock Exchange (NYSE)*, *American Stock Exchange (AMEX)* o *National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ)*.

En este segundo caso y debido a que los ADRs se cotizan en bolsa, la información contable que debe suministrarse a la SEC no se limita a la que la sociedad emisora debe presentar a las autoridades de su país de origen, sino que la contabilidad de la empresa debe cumplir además con los principios generales aceptados por la SEC, es decir, con los requisitos establecidos en el US GAAP.

Por último, este Nivel II proporciona al inversionista una mayor y mejor información sobre el emisor, y obliga a la empresa emisora de acciones a presentar una serie de informes periódicos, además de la forma F-20.

6. ADRs NIVEL III

Mediante los ADRs de Nivel III, las empresas procuran obtener financiamiento para sus operaciones a través de una oferta pública primaria de sus acciones, siguiendo un procedimiento similar al

que se sigue para emitir ADRs Nivel II. A tal efecto deben cumplir con todos los requisitos del Nivel II, diferenciándose principalmente en que mediante este mecanismo, lo que el emisor desea es obtener una vía para levantar capital. Como señala Duggan, no se trata de una negociación aislada de valores ya existente, sino de una colocación de nuevos valores, es decir una oferta primaria de acciones¹⁰.

Bajo el programa de ADRs Nivel III el emisor desea obtener capital fresco en los Estados Unidos mediante una oferta pública de ADRs, normalmente por medio de un *underwriter* o sindicato de *underwriters* americanos.

En este tercer programa, al igual que en los programas I y II, se requiere del registro de los ADRs de acuerdo a la forma F-6. Adicionalmente, en el caso de los ADRs Nivel III, el emisor es el que vende las acciones objeto de ADRs. Por este motivo la Ley de Valores americana exige además del registro de los ADRs, el registro de las acciones depositadas que representa, el cual se hace mediante la declaración F-1, que incluye un prospecto con información detallada sobre el emisor, muy similar a la forma F-20 que se utiliza en el establecimiento del programa de ADRs Nivel II¹¹.

El impreso F-1 será usado únicamente en el caso de registro de acciones que no se encuentren exentas de los requisitos de registro ante la SEC. En general, este impreso requiere la presentación de información acerca de las actividades y resultados financieros del emisor y los estados financieros auditados, incluyendo una conciliación de éstos con los US GAAP.

Para que los ADRs puedan ser negociados en el mercado nacional de valores de los Estados Unidos, se debe cumplir con llenar y presentar a la SEC la forma F-20 y otros informes de forma periódica. Por último debemos decir que el emisor quedará sujeto a las reglas de las leyes sobre valores de los Estados Unidos¹².

⁹ Vide WHITE & CASE. Op. cit. p. 37.

¹⁰ Vide DUGGAN, Peter. "Is the Market Ready for Peruvian ADRs?" En: *Latin Finance Country Survey*, n° 52 noviembre de 1993 p. 67.

¹¹ Vide WHITE & CASE. Op. cit. p. 37

¹² El 20 de setiembre de 1994, el Banco Wiese se convirtió en la primera empresa peruana en acceder a programas de emisión de ADRs y logró cotizar en el mercado de valores de los Estados Unidos exitosamente. Esta empresa ha colocado en el *New York Stock Exchange (NYSE)* 2'369,752 ADRs Nivel III, representativos de 11'104,718 acciones, donde cada certificado representa cuatro acciones ordinarias.

7. Regla 144A. «Restricted ADRs» (RADRs)

Esta regla fue establecida por la SEC en Abril de 1990, con el objeto de estimular los mecanismos de levantar capital en los Estados Unidos por emisiones foráneas.

Esta forma de cotización de títulos es una colocación privada muy similar a un programa de Nivel III, mediante la cual el emisor desea obtener capital en los Estados Unidos mediante la oferta de ADRs, por medio de una o más instituciones de banca de inversión norteamericanas. Sin embargo, a diferencia del Nivel III, en el programa de ADRs bajo la regla 144A (RADRs), la oferta no es una oferta pública bajo los principios establecidos por la Ley de Valores. Por este motivo la oferta se hace sin necesidad de cumplir con los requisitos de registro que ordena la Ley de Valores. Es decir, no se necesita registrar las acciones que están siendo representadas mediante certificados, ni tampoco se requiere que el emisor presente las formas F-1 o F-6 a la SEC. Por último, el emisor no se encuentra obligado a presentar informes periódicos a la SEC¹³.

Si bien es cierto que esta modalidad, al igual que la del Nivel III está siendo destinada a captar capital, por sus requisitos se asemeja más a la del Nivel I, pues a diferencia del Nivel III, los RADRs no se negocian como oferta registrada¹⁴.

Bajo la modalidad de la regla 144 A, sólo pueden venderse valores que no se encuentren cotizados en bolsas estadounidense.

En un procedimiento de oferta de RADRs, el emisor deposita sus acciones en el banco depositario a cambio de ADRs, los que el mismo emisor vende a bancos de inversión, los cuales venden los certificados a los *Qualified Institutional Buyers* (QIB). Los QIBs son instituciones que invierten o tienen invertido en valores por lo menos 100 millones de dólares. Al momento hay poco más de 3 mil QIBs.

En razón de que las colocaciones hechas bajo el

mecanismo de RADRs son de carácter privado, no se encuentran dirigidas al público en general.

Según la Regla 144 A, los compradores pueden revender los ADRs a los QIBs. La venta a los compradores normalmente se realiza sobre la base de una obligación en firme. Por lo tanto, una oferta bajo la regla 144 A, se distingue de una colocación privada tradicional en la cual el banco de inversión actúa como agente emisor y no tiene obligación de comprar los valores ofrecidos¹⁵.

Para realizar la oferta de RADRs el emisor debe preparar un documento que contenga información detallada sobre el emisor, equivalente al prospecto F-1. Sin perjuicio de lo antes dicho, el emisor de RADRs no se encuentra obligado a cumplir con las reglas y regulaciones que contienen las leyes de valores, razón por la cual el emisor puede omitir algún tipo de información que sería exigida por la SEC (por ejemplo, la presentación de sus estados financieros de acuerdo al US GAAP).

Para acogerse a la excepción de la regla 144 A, «la empresa emisora deberá preparar un informe a ser distribuido entre los inversionistas, conocido como "Offering Circular", "Prospectus o Information Memorandum". Dicho documento debe contener como mínimo la siguiente información: (i) una descripción de la empresa, de su giro de negocio y de los productos que produce o servicios que presta; (ii) información financiera actualizada, incluyendo los estados financieros auditados de los últimos tres ejercicios; (iii) una descripción de los valores a ser ofertados; (iv) una reseña de las condiciones políticas, jurídicas, económicas y monetarias del país; y (v) cualquier otra información que resulte relevante para el inversionista»¹⁶.

En junio de 1990, la *National Association of Securities Dealers* (NASD) estableció un sistema electrónico y computadorizado de negociación cerrada para los RADRs llamado PORTAL (*Private Offerings Resales and Trading Through Automated Linkages*). Este sistema fue designado para crear un mercado privado para negociar valores.

¹³ Vide WHITE & CASE. Op. cit. p. 38.

¹⁴ Al igual que una colocación de acciones mediante certificados ADRs Nivel I, los emisores que califiquen para la Ley norteamericana como emisores privados extranjeros pueden evitar los requisitos de registro y presentación de información periódica ante la SEC, acogiéndose a la excepción 12g3-2(b) de la Ley de 1934.

¹⁵ Vide WHITE & CASE. Op. cit. p. 38.

¹⁶ BOZA, Beatriz. "Accediendo al Mercado de Capitales Internacional". En: *Invirtiendo en Perú - Guía Legal de Negocios*. Apoyo, Lima, enero 1994. p. 238.

Debe resaltarse, por último, que los costos de establecer un sistema de RADRs son mucho menores a los que costaría establecer ADRs Nivel III.

8. GLOBAL DEPOSITARY RECEIPTS (GDRs)

Los *Global Depositary Receipts* (GDRs) no son nada más que una variación de los ADRs. Es decir, desde un punto de vista legal, operativo y técnico, son lo mismo, salvo en que no sólo son ofrecidos en los Estados Unidos, sino simultáneamente en uno o más mercados extranjeros (generalmente en mercados europeos) con un sólo título valor.

Los GDRs son usados cuando el emisor procura captar capital en su propio mercado, el mercado de los Estados Unidos, y en el mercado internacional, mediante colocación pública o privada de sus valores. No obstante, la distinción entre ADRs y GDRs se vuelve borrosa, dado que algunos emisores ofrecen ADRs globalmente, a veces cotizándose en la Bolsa de Luxemburgo o cambiándolos por medio del euro cambio/CEDEL¹⁷.

9. BENEFICIOS DE LOS MECANISMOS DE ADRs

1. Las empresas listadas en bolsas norteamericanas mediante certificados ADRs acceden a mecanismos de financiamiento internacional, ya que los ADRs sirven como garantía de sus operaciones, lo que les permite obtener financiamiento fuera de su país a una tasa más baja.

2. La empresa emisora que se acoge al Nivel III o 144 A (RADRs) aumenta su capital mediante la colocación de sus acciones en mercados extranjeros.

3. Los precios de las acciones de las empresas objeto de programas ADRs tienden a fortalecerse. 4. La presencia de las empresas peruanas en el mercado norteamericano sirve como carta de presentación para el Perú, llamando la atención de inversionistas del mundo hacia nuestro país.

10. LEGISLACION NACIONAL SOBRE ADRs

El organismo nacional encargado de regular la normatividad sobre ADRs es CONASEV.

Para la puesta en práctica de la norma sobre

ADRs, la CONASEV ha contado con asesorías de bancos y sociedades agentes de bolsa del exterior que conocen detalladamente el tema.

Luego de un detenido estudio aparece la Resolución CONASEV No. 358-93-EF/94.10.0, la misma que establece las pautas que deben seguir las empresas peruanas para implementar programas ADRs o GDRs. Para ello deberán presentar a CONASEV los documentos sustentatorios que acrediten su intención de participar en los programas, tales como:

1. Acta de la Junta General en la que se acordó participar en un programa de ADRs.
2. Número inicial de acciones involucradas en el programa de ADRs.
3. Contrato de depósito celebrado entre la empresa y el banco depositario.
4. Contrato celebrado entre el banco depositario y el banco custodio.

En el caso de acogerse a programas de ADRs Nivel III o regla 144 A, en los cuales se levanta capital, el emisor también deberá presentar a la CONASEV:

1. El aviso de convocatoria a Junta General de Accionistas indicando que el asunto a tratar es aumentar el capital social, a efectos de colocar parte de ese capital en mercados de valores extranjeros a través de programas de ADRs o GDRs.
2. Acreditar, cuando corresponda, que los accionistas han ejercido su derecho de preferencia conforme al título IX, Capítulo V, de la Ley del Mercado de Valores.

Adicionalmente, la emisora deberá remitir, entre otros, a la CONASEV, copia de toda la documentación presentada a la SEC u otra comisión de valores extranjera, en la misma oportunidad de entrega a dichos organismos.

11. PROCESO DE COLOCACION DE VALORES

El proceso de captación de capitales extranjeros mediante la colocación de valores, sean bonos o acciones en el mercado internacional, se puede dividir en cinco fases o etapas: «(i) la decisión de la

¹⁷ Vide DUGGAN, Peter. Op. cit. p. 70.

Estrategia Corporativa; (ii) la evaluación de la empresa emisora por parte de los asesores financieros internacionales, conocida como *due diligence*; (iii) la redacción y negociación de la documentación; (iv) el listado de los valores en una bolsa internacional, si fuera el caso; y (v) la determinación del precio y colocación internacional de valores»¹⁸.

11.1. Estrategia Corporativa

En esta etapa la administración evalúa la estrategia que más conviene a la empresa. En esta misma etapa la empresa contrata a sus asesores legales y a los intermediarios financieros también llamados agentes o *underwriters*.

11.2. El «Due Dilligence» o Auditoría Legal

Tiene por objeto preparar el llamado «*Information Memorandum*» u «*Offering Circular*».

En el «Due Dilligence» los abogados y los intermediarios financieros o «*underwriters*» recaudan información sobre la empresa, su estructura societaria, sus estados financieros y administrativos, su estrategia corporativa, competencia, estado de los procesos judiciales, relación de contratos, obligaciones más relevantes, propiedades, etc.

«Esta etapa se inicia con un pliego de preguntas y solicitud de información que le envían los abogados del “*underwriter*” a la empresa, el mismo que suele ser extenso y tedioso de contestar. Luego, los abogados del “*underwriter*” visitan las instalaciones de la empresa para revisar toda su documentación legal y entrevistar a los ejecutivos de la misma. Entre los documentos los documentos constitutivos de la empresa, Actas de Juntas Generales y de Directorio, permisos y autorizaciones gubernamentales, contratos, poderes y mandatos, juicios, titulación de inmuebles, procedimientos administrativos, estados financieros y proyecciones, planes de desarrollo y otros documentos pertinentes»¹⁹.

11.3. Preparación de documentos

En principio hay cinco documentos básicos en caso de colocación de valores en mercados internacionales. Ellos son:

a) El documento constitutivo. Es un instrumento en el cual se señala cuáles serán los valores objeto de la emisión, sus términos y condiciones.

b) El «*Information Memorandum*» u «*Offering Circular*». La información que proporciona este documento se desprende de los datos obtenidos en el «*due dilligence*».

En el «*Information Memorandum*» se describe detalladamente a la empresa emisora de valores, quienes son sus principales accionistas, su objeto social, sus negocios, los resultados de sus operaciones, las condiciones de la oferta, el destino de los fondos a ser recaudados, los factores de riesgo del emisor o su país de origen, información sobre las principales leyes locales y los últimos estados financieros del emisor.

c) Las opiniones legales y carta del auditor. Se solicita la opinión de: (i) el asesor local del emisor, el cual entre otros asuntos opina sobre si la emisión de acciones o bonos es legalmente válida; la ausencia de procedimientos legales o sobre los más importantes; la vigencia de las autorizaciones; el cumplimiento de las leyes locales; y la veracidad de la información contenida en el «*Information Memorandum*»; (ii) el asesor internacional del emisor que opina sobre la validez y eficacia de los bonos u acciones; (iii) El asesor internacional del agente, opinión que se limita al nivel de cumplimiento de la «*Regulation S*», *dependiendo de que sea o no una oferta en los Estados Unidos*; (iv) El asesor local del agente que opina lo mismo que el asesor local del emisor; y (v) el auditor, quien emite una carta certificando la independencia del emisor, confirmando los estados financieros y afirmando que a la fecha del cierre no ha habido cambios sustanciales en el capital del emisor desde la fecha del último balance.

d) Contrato de compraventa de títulos celebrado entre la empresa emisora y los *underwriters*. Mediante este documento se acuerda una serie de obligaciones entre las partes, en especial la obligación del suscriptor de suscribir los valores y pagar el precio. En los anexos del contrato se establece una serie de garantías y declaraciones que hace el emisor.

11.4. Cotización en una bolsa extranjera

En caso que las empresas emisoras opten por una oferta pública, tendrán que cumplir con las dispo-

¹⁸ BOZA, Beatriz. Op. cit. p. 238.

¹⁹ Ibidem, p. 239.

siciones legales sobre mercado de valores del país de origen de la bolsa en que se pretende cotizar los títulos (por ejemplo, si se pretende cotizar en la bolsa de Nueva York se deberá cumplir con las disposiciones de la SEC).

11.5. La colocación y el cierre

Una vez que las partes han acordado los detalles de la operación, se procede a firmar los documentos finales (el contrato de compraventa y el de suscripción de títulos entre otros). El cierre es el último paso en el cual se entregan los documen-

tos originales, y los agentes cumplen con pagar al emisor el precio de compra de los títulos.

Aun cuando los ADRs ya son conocidos por las grandes empresas peruanas, ante la primera colocación que ha realizado el Banco Wiese, todavía nohan sido acogidos en la dimensión que esperamos, ni empleados como el importante mecanismo que representan en el mundo financiero. Por ello, confiamos que las empresas nacionales, siguiendo la corriente mundial, en los próximos años accedan a este sistema de colocación de valores en los mercados de valores internacionales.