

# **Requisitos informativos para la emisión y admisión de valores a negociación**

- I. ELEMENTOS PRINCIPALES DEL CONTENIDO DEL PROSPECTO O FOLLETO INFORMATIVO**
  - 1.1. Diferentes tipos de folletos informativos**
  - 1.2. Diferencias entre prospectos de emisiones de renta fija y acciones**
  - 1.3. Excepciones a la presentación del folleto informativo con motivo de emisiones de valores**
  - 1.4. Diferenciación de requisitos en el caso de inversores institucionales (también denominados calificados o cualificados)**
  - 1.5. Emisiones transfronterizas: requisitos de información de emisores domiciliados en otro país**
  
- II. APROBACIÓN, REGISTRO Y PUBLICACIÓN DEL PROSPECTO O FOLLETO**
  - 2.1. Organismos y autoridades competentes**
  - 2.2. Actualizaciones del prospecto y criterios de actualización**

## **I. Elementos principales del contenido del prospecto o folleto informativo**

Del análisis de la normativa de los distintos países que forman parte del Instituto Iberoamericano de Valores (IIMV) se desprende que existe un alto grado de homogenización sobre el contenido mínimo que debe incluirse en un folleto informativo al objeto de que los inversores puedan obtener una valoración correcta de los instrumentos negociables que se están ofreciendo.

La homogenización es prácticamente total en el caso de España y Portugal, debido a la aplicación directa del Reglamento 809/2004 de la Comisión Europea, de 29 de abril de 2004, relativa al contenido de los folletos informativos, así como al formato, la incorporación por referencia de documentación previamente registrada, la publicación de los folletos y la difusión de su publicidad. Esta homogenización tiene su origen en la labor realizada dentro de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y a la publicación en septiembre de 1998 de los estándares internacionales de desgloses exigibles en una oferta transfronteriza y listados iniciales de emisores extranjeros. El objetivo de ese trabajo era facilitar

las ofertas transfronterizas fomentando la comparabilidad de la información a la vez que se aseguraba un alto nivel de protección a los inversores. IOSCO publicó esos estándares de desgloses como una recomendación para que sus miembros aceptaran, en sus respectivas jurisdicciones, un folleto informativo que contuviera la información recogida en esos estándares.

En todos los esquemas de folletos informativos analizados se distingue claramente la información relativa al emisor de los instrumentos y de las condiciones del instrumento a emitir. El contenido de los apartados relativos a los emisores y a los valores a emitir difieren dependiendo de una serie de variables, entre las que destacamos:

a) Actividad del emisor

En algunas jurisdicciones, las entidades de crédito deben presentar información diferente sobre su actividad, debido a las peculiaridades de su negocio.

Si bien, los esquemas están redactados de una manera genérica para que puedan servir para una gran mayoría de emisores, la actividad financiera es tan diferente de la no financiera, que se ha considerado conveniente modificar el formato de información que deben cumplimentar. Adicionalmente, estas entidades están sometidas a un régimen de supervisor prudencial por parte de los bancos centrales, que aportan garantías adicionales a los inversores.

Por ejemplo, en España y Portugal existe un documento de registro específico para entidades de crédito aplicable en la emisión de valores de deuda y derivados.

Adicionalmente, la normativa europea de folletos informativos dejaba libertad a las autoridades competentes para exigir requisitos de información adicionales a los incluidos en los modelos generales, cuando éstos no fueran suficientes para reflejar las peculiaridades del emisor.

El Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) ha publicado una recomendación para sus miembros incorporando una definición de los distintos emisores especializados (excepto las empresas de inversión) y los apartados de información adicionales que las autoridades competentes normalmente iban a requerir.

Las recomendaciones hacen referencia a los siguientes negocios: sociedades inmobiliarias, mineras, empresas de inversión, basadas en la investigación científica, navieras y empresas con menos de tres años de existencia.

b) Tipo de instrumento emitido

No sólo la información relativa a los valores emitidos se ve modificada dependiendo de las características de los instrumentos, sino que también la información que se exige al emisor depende del tipo de instrumento a emitir.

Esta distinción parte de la hipótesis de que los riesgos que asume un inversor difieren dependiendo del instrumento que adquiera y que la información necesaria para evaluarlos es diferente si el valor a adquirir son acciones, instrumentos de deuda o derivados.

c) Tipología del inversor

En numerosas jurisdicciones, los requisitos de información a incluir en los folletos informativos se suavizan e incluso se elimina la necesidad de publicar un folleto informativo cuando los destinatarios de los valores son inversores institucionales, también denominados según la jurisdicción, inversores cualificados o calificados, dado que éstos necesitan una información diferente para tomar sus decisiones de inversión, que los inversores minoristas.

d) País de registro del emisor

Si el emisor no está registrado en el país donde se van a emitir valores se requiere información adicional.

Respecto a la información a incluir sobre los emisores, el contenido mínimo que se requiere en el documento sobre estándares de desgloses publicado por IOSCO sería el siguiente:

- 1) Datos identificativos de la gerencia, asesores y auditores.
- 2) Información clave. Este apartado tiene como objeto resumir la información clave del emisor, incluyendo una selección de magnitudes financieras, capitalización y endeudamiento, razones para realizar la oferta, utilización de los recursos a obtener y factores de riesgo del emisor.

La información relativa a los factores de riesgo es fundamental y debe incluir al menos los relativos a la naturaleza de su negocio, países donde está presente, riesgos financieros, condiciones competitivas, etc. Esta información debe ser específica del emisor y se debe evitar la inclusión de

- riesgos genéricos al objeto de diluir los riesgos que efectivamente pueden incidir significativamente al emisor.
- 3) Información de la compañía. Se indicará información sobre el negocio de la entidad, los productos o servicios ofrecidos y los factores que afectan a éstos. Entre otras cuestiones se incluirá:
    - Historia y desarrollo de la compañía.
    - Negocio de la entidad. La información que se aporte en este apartado deberá ser presentado con la misma base que es usada para determinar en las cuentas anuales de la entidad sus segmentos de negocio.
    - Estructura organizativa del emisor y de su grupo.
    - Inmovilizado material (propiedades, plantas y equipo).
  - 4) Análisis operativo y financiero de la sociedad. La gerencia deberá explicar los factores que han afectado a la posición financiera y resultados de la entidad, así como una valoración de los factores y tendencias que se pueden anticipar que tendrán un efecto en el futuro sobre la posición financiera y resultados de la entidad.
    - Resultados operativos.
    - Liquidez y solvencia, incluyendo una manifestación expresa de la entidad indicando que su fondo de maniobra es suficiente para cumplir con sus obligaciones y, en caso contrario, cómo propone obtener ese fondo de maniobra adicional.
    - Investigación y desarrollo, patentes y licencias, etc.
    - Información sobre tendencias de su producción, venta, inventarios, precios de compras y ventas, etc.
  - 5) Consejeros, alta dirección y empleados. El objetivo es que el inversor pueda analizar la experiencia de la gerencia de la entidad, su remuneración y sus relaciones con la compañía.
    - Información sobre los miembros del Consejo de Administración y alta dirección relativa a su experiencia profesional y relaciones con los accionistas, proveedores, clientes, etc.
    - Remuneración de los miembros de administración de la sociedad y alta dirección.
    - Prácticas del Consejo.
    - Plantilla.
    - Participación accionarial de los miembros de la administración de la sociedad y alta dirección.

- 6) Accionistas significativos y operaciones con partes vinculadas.
- Respecto a los accionistas significativos, el documento de IOSCO solicita que se desglose determinada información sobre aquellos accionistas que ostenten una participación del 5%, salvo que la legislación del país de origen del emisor requiera un porcentaje menor. Además, se debe indicar si la sociedad está controlada directa o indirectamente por alguna persona jurídica o física.
  - Operaciones con partes vinculadas. Se aporta una definición de parte vinculada y se exige que se desglosen las transacciones materiales o aquellas que son inusuales por su naturaleza o sus condiciones y el importe de los préstamos actualmente vigentes entre el grupo del emisor y sus partes vinculadas.
  - Interés accionarial de expertos que asesoran en la oferta del emisor.
- 7) Información financiera. Se indica el tipo de información que debe ser incluida, así como el periodo que debe cubrir. En concreto, se requiere estados financieros auditados consolidados o, en su defecto, individuales, que comprenden un balance, una cuenta de resultados, un estado de variación en el patrimonio neto, un estado de flujos de efectivo y una notas explicativas. Se debe incluir información comparativa que cubra al menos los tres últimos ejercicios.
- También se establece en qué casos es necesario solicitar información financiera intermedia, porque haya pasado un determinado número de meses desde la fecha de las últimas cuentas anuales consolidadas.
- 8) Información adicional. Principalmente de carácter estatutario, incluye los siguientes apartados.
- Capital social.
  - Contratos significativos distintos de los relativos al curso ordinario del negocio.
  - Regulación del país de origen del emisor que afecte al movimiento de capitales y reparto de dividendos a inversores no residentes en el país de origen.
  - Normativa fiscal que afectaría a los inversores.
  - Dividendos y agente de pagos.
  - Informes de expertos, en el caso de que existieran.
  - Lugar en el que están accesibles los documentos a los que se hace referencia en el folleto informativo.
  - Información sobre subsidiarias.

Adicionalmente, el documento de IOSCO identifica una serie de materias que están fuera del alcance de sus estándares, y que serán reguladas por cada jurisdicción, entre otros, la información prospectiva del emisor.

La normativa analizada de los distintos países iberoamericanos incluye los desgloses informativos exigidos por el estándar del IOSCO, pero existen peculiaridades en cada país sobre el contenido concreto de cada uno de dichos apartados.

El objeto de este estudio no puede ser una enumeración pormenorizada de los mismos, pero sí resulta interesante analizar alguna de estas diferencias:

### Diagnóstico de la situación financiera mediante ratios financieros

En algunos países, como Argentina, Costa Rica, Ecuador y República Dominicana, se requiere que se analice e interprete una serie de ratios financieros. Los indicadores que se deben calcular por parte del emisor dependen de cada normativa, pero en general para las entidades no financieras hacen referencia a:

- 1) Liquidez. Se incide en el análisis del fondo de maniobra o capital circulante de las entidades.
- 2) Solvencia. Relación del endeudamiento de las entidades respecto de su patrimonio neto y capitalización.
- 3) Rentabilidad. Resultados sobre inversiones netas y patrimonio.
- 4) Índices de actividad. Rotaciones de cuentas a cobrar y pagar y de inventarios.

En el resto de países, la normativa exige que se aporte una descripción de la situación financiera patrimonial de los emisores y para ello los emisores tienden a incluir un análisis de sus principales indicadores financieros, pero no se requiere una lista de ratios financieros a cumplimentar de manera obligatoria. De esta forma, los emisores tienen más flexibilidad y pueden utilizar aquellos ratios financieras que más se adecuan a su negocio.

La primera opción permite una homogenización de la información entre distintos emisores, lo que facilita la comparación intrasectorial, sin embargo, se obvia que distintos negocios pueden tener una especificidades concretas que hacen que los ratios generales no aporten toda la información relevante.

Siempre que se expliquen correctamente cuáles son los epígrafes de los estados financieros que se han empleado para calcular los indicadores económicos, el aumento de la flexibilidad para los emisores no menoscabará el nivel de información para los inversores.

## Operaciones con partes vinculadas

En todas las jurisdicciones se requiere información sobre las operaciones realizadas entre la sociedad y sus partes vinculadas, pero se muestra gran heterogeneidad en la concreción, tanto en las partes que se consideran vinculadas como las operaciones que deben desglosarse agregada e individualmente.

Sería deseable que la información a desglosar en cada jurisdicción estuviera sujeta a los mismos requisitos, pero este objetivo es difícilmente alcanzable. Lo que sí se puede evitar es que distintos documentos a elaborar por los emisores contengan distintas definiciones de partes y operaciones vinculadas, dependiendo que dicha información se incluya en sus cuentas anuales o en un folleto informativo.

Esta circunstancia se ha subsanado en la Unión Europea, al menos para los emisores que preparan estados financieros consolidados, al exigir que las operaciones vinculadas a incluir en los folletos informativos se desglosen de acuerdo con la Norma Internacional de Contabilidad 24, que fue modificada en el proceso de armonización con US GAAP, de tal forma que la información coincida con la que se incluye en las cuentas anuales consolidadas de los emisores.

## Proyecciones financieras de los emisores

Ésta es una área de riesgo porque su cuantificación es en gran parte subjetiva y depende de las hipótesis empleadas por la gerencia para obtenerlas. Como norma general, la legislación analizada no exige la presentación de proyecciones a futuro de los estados financieros, si bien en algunas jurisdicciones se regula cómo debe presentarse ésta, en el caso de que el emisor considere oportuno incluirla.

El problema de la información prospectiva es que puede generar expectativas entre los potenciales inversores que puedan o no realizarse, debido al entorno estimado en el que se basan éstas. Si bien es cierto que las proyecciones y los juicios de la gerencia tienen cada vez más efecto sobre la contabilidad de los emisores, en especial, en aquellos países que han adoptado los principios contables emitidos por el IASB, por ejemplo, en el cálculo del deterioro de los activos a través de su valor en uso, eso es distinto a publicar con motivo de una emisión, cuál es el resultado estimado que la gerencia considera que obtendrá el emisor en los próximos ejercicios.

Destacar el caso de la normativa de El Salvador que, tanto para las emisores de acciones como para los de deuda, exige que el emisor desglose un mínimo de tres años de estados financieros (balance y cuenta de resultados) proyectados. En el caso de emisiones de deuda, estas proyecciones tienen que abarcar todo el periodo de vigencia de la deuda.

Adicionalmente, se piden proyecciones de los flujos de efectivo, aunque en este caso, la información prospectiva no podrá exceder de tres años. Esta información debe ir acompañada de los supuestos básicos de las proyecciones.

En la normativa aplicable a España y Portugal, la inclusión de la previsión de beneficios en los documentos de registro de acciones es voluntaria, pero en caso de desglosarse debe presentarse de manera coherente y comparable, e ir acompañada de una declaración elaborada por un experto independiente. Adicionalmente, al complementar o emitir un folleto informativo nuevo, deben explicar todos los cambios en la política de información relativa a las previsiones de beneficios.

### *1.1. Diferentes tipos de folletos informativos*

En una amplia mayoría de jurisdicciones se observa que al menos existen tres categorías de folletos dependiendo del instrumento que se pretenda colocar: instrumentos de capital, emisiones de deudas a largo plazo y emisiones de deuda a corto plazo, también denominadas emisiones de papel comercial o pagarés.

En España y Portugal existe un modelo específico para derivados, principalmente desarrollado para explicar las condiciones de un “warrant”. Adicionalmente, en varias jurisdicciones existen modelos específicos para la titulación de activos, así como para instituciones de inversión colectiva de tipo cerrado.

Destacar por lo novedoso el sistema implementado en Europa con el Reglamento 809/2004 de la Comisión Europea de 29 de abril de 2004, por el que se establece una serie de esquemas y módulos que permiten otorgar suficiente flexibilidad al emisor para que, en cada caso concreto, se ofrezca la información necesaria por los inversores para tomar sus decisiones de inversión.

Por un lado, se ha regulado la información relativa al emisor, que dependerá tanto de los valores a emitir como de su propia actividad y, por otro, se ha regulado el contenido informativo relativo a los propios valores que se van a emitir,



que se denominan notas de valores. Por último, existe una serie de módulos adicionales que dependiendo del tipo de emisión deberán cumplimentarse.

La propia normativa en su anexo XVIII incluye un cuadro con distintos tipos de emisiones, indicando qué módulos deberían aplicar en cada caso.

Documentos de registro	Notas de valores	Módulos adicionales
Acciones	Acciones	Garantías
Obligaciones y derivados con VN>50.000 €	Obligaciones VN>50.000 €	Valores de titulación
Obligaciones y derivados con VN<50.000 €	Obligaciones VN<50.000 €	Acción subyacente
Valores de titulación	Valores derivados	
Obligaciones y derivados de bancos		
IIC tipo cerrado		
Estados y sus autoridades regionales y locales		
Organismos internacionales públicos/ garantizados por un Estado miembro de la OCDE		

## *1.2. Diferencias entre prospectos de emisiones de renta fija y acciones*

En primer lugar se destacarán las principales diferencias entre los estándares de desgloses informativos recomendados por el IOSCO para ofertas y admisiones de emisiones extranjeras publicados en septiembre de 1998, los cuales se han indicado en el apartado 1.1, y los estándares de desgloses informativos que ha publicado ese mismo organismo en marzo de 2007 para las ofertas y admisiones de valores de renta fija para emisores extranjeros.

Obviamente las principales diferencias tienen su origen en la distinta tipología de los valores que se ofrecen. La renta fija tiene muchas peculiaridades que afectan a la valoración que deben realizar los potenciales suscriptores, que engloban entre otras:

- 1) Términos económicos de la deuda. Tipo de interés, vencimiento, condiciones de amortización, representación de los valores en títulos o anotaciones en cuenta, importe nominal de la emisión, etc. También deben desglosarse la posibilidad de que dichos términos puedan verse modificados y en qué circunstancias.

- 2) Cláusulas relativas a la emisión de la deuda (“Covenants”). Desglose de estas cláusulas y qué efectos conllevan su incumplimiento. Estas cláusulas pueden requerir el mantenimiento de ciertos ratios financieros, imposibilitar el aumento de la deuda, limitaciones al reparto de dividendos, etc.
- 3) Garantías. Descripción del garante y condiciones de la garantía.
- 4) Deuda con garantía real. El emisor puede emitir deuda que esté garantizada específicamente por parte de sus activos, de tal forma que los inversores pueden reclamar éstos en caso de impago. Es necesario desglosar tanto el tipo de la garantía como los activos que la soportan.
- 5) Subordinación de la deuda. El riesgo de la inversión depende del grado de subordinación de la deuda emitida con respecto a otras deudas de la entidad.
- 6) Incumplimientos de pago. Descripción de las circunstancias que se consideran incumplimientos de pago y derechos que pueden surgirle a los tenedores de los valores en esa situación.
- 7) Representación de los suscriptores de deuda. Desglosar si existe una figura que represente a todos los suscriptores de la emisión de deuda y cuáles son las normas de gobierno de dicha figura.
- 8) Agente de pagos. Indicación de quién será la entidad encargada de realizar los pagos.
- 9) Calificación del riesgo crediticio. La calificación del riesgo crediticio del emisor y/o de la emisión aporta información relevante al inversor para evaluar la capacidad de pago de las obligaciones que surgen de la emisión de deuda.
- 10) Legislación aplicable. Es importante indicar cuál es la legislación aplicable a los suscriptores de los valores de deuda, en especial, si se emite deuda bajo una jurisdicción distinta a la del país donde está registrado el emisor.

Respecto a las condiciones que van a regular la oferta de los valores de renta variable y renta fija, es necesario su desglose pormenorizado en los estándares de IOSCO. No obstante, debido a la diferente naturaleza de los valores, la importancia de cada uno de los factores que afectan a la oferta es diferente.

En renta variable destacar, por lo importante para alcanzar una correcta transparencia en la emisión de acciones, cómo se va a determinar el precio de emisión de los valores y cómo se va a distribuir la oferta entre los

distintos tipos de inversores, a saber minoristas, mayoristas, empleados. También es muy relevante para los potenciales inversores en una oferta pública de venta y/o suscripción, conocer si los actuales accionistas van a enajenar total o parcialmente su participación y la dilución que conllevará la oferta.

En el caso de la renta fija, destacar la importancia que tiene que los compromisos de aseguramiento estén explicados correctamente.

En cuanto a la información financiera que se exige a un emisor de renta variable y de renta fija, los dos documentos del IOSCO contienen epígrafes similares, si bien, en el caso de las emisiones de renta variable, los desgloses estándar son más exigentes y específicos sobre la información que se debe incluir en cada epígrafe. Por ejemplo, la información comparativa del emisor en las emisiones de acciones debe ser de al menos tres años, mientras que en renta fija, si bien se exige información comparativa, no se incluye un límite temporal, con lo que la información sobre el año corriente y el anterior sería suficiente.

Del análisis de la normativa de las distintas jurisdicciones se desprende que todas ellas prevén que los folletos informativos relativos a emisiones de renta fija requieran un desglose pormenorizado de las especificidades de los valores de renta fija a emitir.

Respecto a la información sobre el emisor, se requiere la misma información en los folletos informativos de renta variable que de renta fija, salvo algunas excepciones, principalmente en España y Portugal, cuya normativa recoge modelos de documentos de registro diferentes para las emisiones de acciones, y para la emisión de obligaciones y derivados.

Estos menores desgloses señalados con anterioridad, se materializan en que los folletos de renta fija en España y Portugal, en comparación con los de renta variable:

- 1) Exigen menos información sobre los mercados principales del emisor, en especial, la información sobre sus segmentos de negocios no es específicamente requerida.
- 2) Exigen un menor desglose del apartado relativo al análisis operativo y financiero y recursos financieros.
- 3) La información sobre los órganos de administración, de gestión y de supervisión, es menos pormenorizada y excluye a la alta dirección. Además, no exigen la remuneración otorgada a éstos.

- 4) No exigen un apartado con las operaciones con partes vinculadas.
- 5) La información financiera de históricos es de dos años, mientras que en las emisiones de acciones se exigen tres años.

El objetivo de esta reducción de desgloses es evitar la inclusión de información que no sea tan relevante para una emisión de deuda y que en parte se encuentra ya recogida en las cuentas anuales del emisor, especialmente si aplica las NIIFs adoptadas por la Unión Europea (información sobre remuneración de la gerencia de la entidad y operaciones con partes vinculadas).

También se han encontrado diferencias entre la información que se exige en Ecuador entre los folletos de acciones y obligaciones a largo plazo y los folletos de papel comercial. En éstos, los ratios financieros a incluir difieren y están más focalizados en la solvencia de la entidad. Adicionalmente, se exige los estados de resultados y flujos de efectivo trimestrales proyectados, al menos, para el plazo de la vigencia del programa de emisión de papel comercial.

A continuación, se va a realizar un análisis de algunas cuestiones que afectan a los folletos de renta fija y que, por su trascendencia, parece conveniente estudiarlas de manera individualizada.

### Calificación del riesgo crediticio

Respecto a los requisitos especiales en la emisión de renta fija, se debe destacar la necesidad de presentar una calificación del riesgo otorgada por una entidad especializada. Esta calificación del riesgo crediticio es una opinión sobre la solvencia de una entidad, un compromiso de crédito, un valor de deuda o un emisor de tales obligaciones, mediante el uso de un sistema de clasificación establecido y definido.

La evaluación del riesgo de solvencia de un emisor o de sus emisiones conlleva, por un lado, la recopilación de información financiera y un posterior análisis especializado. Las opiniones otorgadas por las agencias de calificación de riesgos contribuyen a mejorar la eficiencia de los mercados de valores y a reducir la asimetría de información entre prestatarios, prestamistas y otros partícipes del mercado.

Del análisis comparativo de la legislación de los diferentes miembros del IIMV se ha observado dos enfoques diferenciados sobre la necesidad de presentar de manera obligatoria una opinión de una agencia de calificación del riesgo al emitir valores de deuda negociados.

A nivel latinoamericano, salvo las excepciones de Argentina y Brasil, se ha establecido la obligatoriedad de presentar la calificación del riesgo crediticio de la emisión y se ha regulado la actividad de estas agencias, requiriéndose el registro de las mismas. En el caso de Argentina, si bien no se exige que los valores emitidos presenten una calificación crediticia, las agencias de calificación sí que deben estar registradas.

Este enfoque fue adoptado en primer lugar por Chile con la creación en 1985 de la Comisión Clasificadora de Riesgo, para regular los valores de deuda que podían ser adquiridos por los fondos de pensiones en función del riesgo de solvencia de los mismos. En 1987 se crearon las “clasificadoras de riesgo privadas” y en el ejercicio de 1989 se otorgaron las primeras calificaciones de riesgo para bonos, entidades de créditos y aseguradoras. La Superintendencia de Valores y Seguros de Chile es la entidad encargada de autorizar, regular y supervisar las calificaciones de riesgos, incluyendo unas necesidades mínimas de capital mínimo y, hasta el ejercicio 2000, era la propia Superintendencia la que establecía las categorías de calificación.

El enfoque europeo, hasta la publicación del Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre agencias de *rating*, se basaba en la autorregulación de las propias agencias de calificación de riesgos, sin perjuicio de que a través de diversos organismos institucionales públicos se hubieran elaborado códigos de conducta. Éste era el caso del “Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Rating Crediticio” elaborado por el Comité Técnico del IOSCO en diciembre de 2004 al que se unieron las principales agencias calificadoras de riesgos.

A nivel europeo, salvo en las emisiones realizadas por fondos de titulización, no se exige de manera obligatoria presentar una calificación de riesgos, si bien, la práctica habitual de los emisores es recabarla tanto para el emisor como para la emisión, para ampliar el abanico de potenciales inversores.

Este enfoque de autorregulación se estaba matizando en los últimos años, debido a la actuación de las agencias de calificación de riesgos en la valoración de instrumentos financieros complejos y en los nuevos requisitos de capital mínimo de Basilea II, que basa los requisitos de capital en el modelo estándar en función de la calificación de riesgo del subyacente.

En el segundo informe de CESR relativo al cumplimiento de las agencias de calificación de riesgos del Código de Conducta de IOSCO, publicado en mayo de 2008, este organismo concluía que no consideraba que

existiera evidencia de que la regulación de las agencias de calificación de riesgos hubiera tenido un efecto positivo sobre las cuestiones que han surgido a raíz de los activos financieros cuyos colaterales eran hipotecas “subprime” estadounidenses. Sin embargo, sí aconseja a la Comisión Europea que lo antes posible cree un organismo que regule y supervise a las entidades calificadoras de riesgo, cuyos principales objetivos serían:

- 1) Desarrollar estándares internacionales para la industria calificadora en línea con los publicados por IOSCO.
- 2) Observar el cumplimiento de las agencias de esos estándares, utilizando la transparencia como método de supervisión, mediante el principio de cumplir o explicar (“name and shame”).

Los miembros de este organismo serían representantes de los inversores, emisores y empresas de servicios de inversión, representante de las agencias calificadoras de riesgo, nombrados en su mayoría por organismos reguladores internacionales como IOSCO, CESR, etc.

El referido Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre agencias de *rating* ha definido el modelo de supervisión de las agencias en Europa con el objeto de corregir las deficiencias en su funcionamiento detectadas a raíz de la crisis financiera. El modelo de supervisión adoptado en Europa se desarrolla en el Título II del presente estudio.

## Requisitos patrimoniales para emitir deuda

Este tipo de cláusulas se deben desglosar en el folleto informativo y pueden provenir de la propia normativa del Estado como por los requisitos que se auto imponga el emisor.

Respecto a los requisitos que los Estados establecen para emitir deuda, se ha observado una gran heterogeneidad, que tiene su origen en que normalmente es la normativa mercantil de cada país la que establece los requisitos legales patrimoniales que debe cumplir el emisor para emitir deuda. En todos ellos se busca imponer unas condiciones mínimas de solvencia de la entidad que desea emitir la deuda.

Por ejemplo, en Ecuador se exige una resolución de la junta general de socios o accionistas o del órgano de administración que ésta delegue para el efecto, en la que deberá obligarse a:

- 1) Determinar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social y no enajenar ni gravar dichos activos hasta por el monto de la emisión y hasta su redención total.
- 2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- 3) Mantener durante la vigencia del programa, la relación de activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, de hasta un 80%.

## Aseguramiento y colocación

En las emisiones de renta variable y de renta fija es esencial el desglose de todas las comisiones acordadas entre el emisor y los distintos intermediarios que actúan en la oferta de valores, ya sean colocadores o entidades que garantizan la emisión.

El desglose debería ser individualizado por categorías de costes y es necesario por, al menos, los siguientes motivos:

- 1) Se obtiene un conocimiento de los recursos que finalmente van a poder entrar en la entidad emisora.
- 2) Es útil para analizar el riesgo de la emisión, especialmente las comisiones impuestas por las entidades aseguradoras.

### *1.3. Excepciones a la presentación del folleto informativo con motivo de emisiones de valores*

Del análisis de la normativa vigente en los diferentes Estados miembros del IIMV se desprende que es habitual que los Estados establezcan algunos supuestos donde no se requiere, con motivo de una oferta de valores, presentar un folleto informativo.

Estas excepciones están basadas en distintos factores:

#### *Emisiones de acciones sin entrega de efectivo*

Algunos ejemplos de este tipo de excepciones son: 1) las emisiones de acciones con cargo a reservas están exceptuadas de presentar folleto informativo en Argentina, Brasil España, Portugal y Venezuela; 2) emisiones que son exclusivamente suscritas por los propios accionistas de la sociedad en Brasil, Chile, Panamá y Venezuela; 3) emisión de acciones surgidas a raíz de una fusión en

España, Chile y Portugal y; 4) emisión de acciones que surgen de la conversión de otros valores en Argentina, España y Portugal, etc.

### El emisor es un organismo público

Como ejemplo, señalar que en España, Portugal, República Dominicana y Panamá se establecen excepciones a la presentación de un folleto informativo, cuando las emisiones las realice el gobierno central y determinados organismos oficiales.

En España y Portugal, esta excepción comprende a las emisiones no participativas (valores distintos de acciones o de instrumentos que dan derechos a adquirirlas emitidos por el emisor de las acciones subyacentes) realizadas por un Estado miembro de la Unión Europea o por una autoridad regional o local del mismo, por organismos públicos internacionales de los que forma parte al menos un Estado miembro, por el Banco Central Europeo o por los Bancos Centrales de algún Estado miembro, así como valores irrevocablemente garantizados por un Estado miembro o autoridad regional o local de algún Estado miembro.

En el caso de la República Dominicana, las emisiones del gobierno central y de su Banco Central están exceptuadas del folleto informativo, sin perjuicio de que deban presentar información sobre los valores emitidos, para fines de inscripción en el registro del mercado de valores y de productos. Esta disposición también se aplica a los valores negociados en el país, emitidos por organismos multilaterales de los cuales la República Dominicana sea miembro. También estarán sujetos a este tratamiento, los valores emitidos por los gobiernos centrales y bancos centrales extranjeros, negociados en la República Dominicana bajo condiciones de reciprocidad, requiriéndose la calificación riesgo-país correspondiente y la certificación de autenticidad de los títulos objetos de negociación.

En el caso de Panamá, están exceptuados los valores emitidos o garantizados por el Estado, así como los valores emitidos por organismos internacionales en los que participe el Estado panameño.

### Inversores a los que está dirigida la oferta

Se exceptúa de la obligación de presentar folleto informativo en el caso de España, Panamá y Portugal, cuando la oferta se dirija exclusivamente a los empleados o directores de la entidad emisora. Sin perjuicio de lo anterior, en España y Portugal, debe estar disponible un documento donde se indique la cantidad y naturaleza de los valores y los motivos y pormenores de la oferta.



También en los anteriores países se incluyen unas excepciones aplicables cuando la oferta va dirigida a un número pequeño de inversores. En Panamá las ofertas de valores que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada a éste, o por un oferente de dicho emisor o de dicha afiliada, en su conjunto, a no más de 25 personas, y que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de 10 personas.

En España y Portugal, la obligación de presentar un folleto no aplica cuando la oferta vaya dirigida a menos de 100 personas físicas o jurídicas, sin contar inversores cualificados, o una oferta de valores por un importe total inferior a 100.000 euros, en un periodo de 12 meses. Tampoco es obligatorio presentar un folleto informativo cuando la oferta sea de un importe inferior a 2.500.000 euros, cuyo límite se calculará con respecto a un periodo de 12 meses.

Respecto a las excepciones aplicables a las ofertas dirigidas a inversores cualificados, se tratarán en un apartado posterior de manera individualizada.

Por último, destacar que la legislación comunitaria aplicable a España y Portugal recoge algunas excepciones adicionales a las que se han indicado con anterioridad, pero debido a su elevada casuística, no se va a indicar en este estudio. No obstante, las mismas vienen recogidas en la Directiva 2003/71 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en el caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

## Excepciones parciales

En algunos países se han establecido excepciones parciales al cumplimiento de las obligaciones de presentación del folleto informativo. Únicamente destacar el caso de Perú por la introducción del concepto de “entidad calificada” que son aquellos emisores con valores inscritos por más de dos años y que en los últimos 12 meses no hayan recibido sanciones distintas a la amonestación. Para este tipo de emisores, las emisiones de valores típicos (papeles comerciales con garantía genérica del emisor) pueden remitir un folleto informativo con información más reducida.

### *1.4. Diferenciación de requisitos en el caso de inversores institucionales (también denominados calificados o cualificados)*

En seis jurisdicciones se han encontrado excepciones a la presentación de prospecto o folleto informativo, cuando la oferta va dirigida a inversores institucionales, Argentina, Brasil, Chile, España, Panamá y Portugal.

Tanto la consideración de inversor institucional como el tipo de excepción varían en cada uno de los países, pero en general se considera que debido a los conocimientos de que dispone este tipo de inversores y el acceso a asesoramiento profesional, no necesitan toda la protección que brinda un folleto informativo para inversores minoristas.

## Argentina

Las sociedades por acciones, de responsabilidad limitada y cooperativas, como las sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero, podrán solicitar a la Comisión Nacional de Valores su inscripción en un registro especial para constituir programas globales de emisión de valores representativos de deuda con plazos de amortización de hasta 365 días para ser ofertados públicamente con exclusividad a inversores calificados. A partir de su inscripción en el registro especial, las emisoras quedarán automáticamente autorizadas para ofertar públicamente valores negociables representativos de deuda de corto plazo, hasta el monto total y por el término autorizado; quedando entendido que las emisiones están comprendidas en la autorización acordada mediante la inscripción inicial.

Estos valores negociables solamente podrán ser adquiridos por inversores calificados, a saber: el Estado nacional, las provincias y municipalidades, sus entidades autárquicas, bancos, entidades financieras oficiales, sociedades del Estado, empresas del Estado y personas jurídicas de derecho público, las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada; las sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles y asociaciones sindicales; agentes de bolsa y agentes o sociedades adheridas a entidades autorreguladas no bursátiles, fondos comunes de inversión, personas físicas con domicilio real en el país con patrimonio neto superior a 350.000 pesos; en el caso de sociedades de personas dicho patrimonio neto mínimo se eleva a 700.000 pesos; personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio fuera del país y administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones.

## Brasil

La obligación de presentar un folleto informativo con el registro de una oferta de valores puede ser dispensada por la CVM brasileña en casos excepcionales, dependiendo de las condiciones de la oferta. Una de estas condiciones que

puede lograr la exención es que la oferta vaya exclusivamente dirigida a inversores calificados.

## Chile

La normativa exceptúa del registro previo del folleto informativo en la emisión de bonos o efectos de comercio dirigido exclusivamente al mercado de inversores calificados, exigiéndose su publicación dos días antes del inicio de la colocación.

Se entiende por inversores calificados, aquellos capaces de comprender cabalmente los riesgos asociados a sus decisiones de inversión, entre los cuales se encuentran: 1) inversionistas institucionales; 2) intermediarios de valores que actúen por cuenta propia o en virtud de administración de cartera de terceros; 3) personas naturales o jurídicas y entidades, chilenas o extranjeras, que cuenten con inversiones financieras en valores de oferta pública, por un monto no inferior a 10.000 unidades de fomento (aproximadamente USD\$M 410, al 31.12.2009); 4) personas naturales o jurídicas que hayan delegado la decisiones de inversión a un inversionista calificado; 5) personas naturales o jurídicas que cuenten con inversiones financieras por un monto no inferior a 2.000 unidades de fomento (aproximadamente USD\$M 82, al 31.12.2009) y que además cumplan ciertos requisitos mínimos de experiencia, de conocimiento de los riesgos del mercado y de activos (Norma de Carácter General N° 216).

## Panamá

Están exentas de registro en la Comisión Nacional de Valores panameña las ofertas, ventas y transacciones en valores dirigidas a inversores institucionales que, debido a su experiencia en los mercados de valores, tengan los conocimientos y la capacidad financiera para evaluar y asumir los riesgos de invertir valores sin necesitar la protección que aporta la normativa del mercado de valores a los inversores minoristas.

Al respecto, la Comisión Nacional de Valores estableció que la venta de todo o parte de los valores que haga el inversor institucional de los valores adquiridos bajo la exención de registro regulada en su normativa, dentro del periodo de un año desde la fecha de su compra, podrá hacerse únicamente a otros inversores institucionales cuando no sea hecha en forma pública, en cuyo caso será obligatorio el registro de los valores y su oferta ante la Comisión según la normativa de general aplicación.

Se consideran inversores institucionales: 1) bancos, compañías aseguradoras, compañías reaseguradoras, sociedades de inversión registradas ante la Comisión Nacional de Valores, fideicomisos de inversión administrados por sociedades con licencia fiduciaria, fondos de jubilaciones y pensiones, y casas de valores, por su propia cuenta y riesgo y en cuentas de inversión debidamente segregadas; 2) personas jurídicas domiciliadas en la República de Panamá, con operaciones habituales en el manejo de inversiones por al menos dos años antes de la fecha de la oferta y/o venta que se les haga, que cuenten con un patrimonio de por lo menos un millón de balboas (B/.1.000.000,00) según sus últimos estados financieros auditados y cuyos ejecutivos principales, o en su defecto, la mayoría de directores y dignatarios tengan por lo menos dos años de experiencia en el manejo habitual de inversiones y; 3) los Estados soberanos, debidamente representados.

## España y Portugal

La obligación de publicar un folleto informativo no será de aplicación a las ofertas de valores que vayan exclusivamente dirigidas a inversores cualificados. También se incluyen en esta excepción una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor o que la denominación por unidad ascienda por lo menos a 50.000 euros.

Se consideran inversores cualificados: 1) las personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, empresas de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, empresas de seguros, organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, distribuidores autorizados de derivados de materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad corporativa sea invertir en valores; 2) los gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, instituciones internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares y; 3) otras personas jurídicas que no tengan la condición de pequeñas y medianas empresas.

Adicionalmente, las pequeñas y medianas empresas y determinadas personas físicas pueden solicitar expresamente ser consideradas inversores cualificados, de tal forma que son estos inversores los que deciden renunciar a la protección que brinda un folleto informativo.

Las personas físicas que cumplan dos de los siguientes criterios pueden decidir ser considerados inversores cualificados:

- 1) Que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.
- 2) Que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500.000 euros.
- 3) Que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero, desempeñando una función que exija conocimientos sobre la inversión de valores.

## Colombia

En Colombia no existen excepciones para la obligación de elaboración del prospecto en los procesos de oferta pública de valores, sin embargo, actualmente la Superintendencia de ese país se encuentra trabajando en un proyecto normativo que busca flexibilizar los requisitos del folleto informativo cuando las ofertas públicas de valores se dirigen a inversionistas calificados, buscando en todo caso que sean estos últimos quienes impongan los requisitos de información que requieren de los emisores con el fin de tomar sus decisiones de inversión.

### *1.5. Emisiones transfronterizas: requisitos de información de emisores domiciliados en otro país*

Para el desarrollo de los mercados de valores es importante facilitar las emisiones transfronterizas. Los reguladores tienen como objetivo simplificar y favorecer la comparabilidad salvaguardando, al mismo tiempo, los intereses de los inversores. Para cumplir con este doble objetivo es fundamental, además de la normalización contable, la aplicación de unos estándares de información no financiera, que podría incluirse en un documento único elaborado por el emisor extranjero para su revisión y autorización por parte de la autoridad competente del país donde los valores van a ser emitidos.

Respecto a estos estándares, como ya se ha comentado, IOSCO en septiembre de 1998 publicó un documento en el que se establecían, en términos

generales, los estándares de información no financiera en las ofertas públicas o emisiones de acciones transfronterizas. Asimismo, en marzo de 2007 este organismo hizo público otro documento en el que se establecía un marco generalizado de información para las emisiones transfronterizas de deuda.

En la normativa europea se ha introducido el denominado pasaporte comunitario, que supone que el folleto aprobado por la autoridad competente del Estado de origen sirve para realizar ofertas públicas de venta o suscripción o admisiones a negociación en mercados regulados en toda la Unión Europea, sin que la autoridad del Estado de acogida pueda intervenir sobre el folleto pasaportado.

En Argentina, el Régimen General establece que las emisoras de valores negociables constituidas en el extranjero podrán realizar oferta pública de ellos en el país, cumpliendo iguales condiciones y requisitos que los aplicables a las emisoras argentinas. En todos los casos, las emisoras deberán establecer representación permanente en los términos del Artículo 118 de la Ley N° 19.550 y fijar un domicilio en el país, donde deberán tenerse por válidas todas las notificaciones judiciales o extrajudiciales que guarden relación con la oferta o negociación de los valores negociables de la emisora. Además, deberán aclarar si realizan oferta pública de sus valores negociables en el extranjero e indicar especialmente todos los requisitos de información inicial y periódica a que se hallan sujetas en ese ámbito.

La Comisión Nacional de Valores podrá establecer requisitos menores para las emisoras que se encuentren autorizadas a hacer oferta pública de sus valores negociables en:

- 1) países con cuyas autoridades se hubieren celebrado acuerdos de cooperación contemplando este aspecto o
- 2) países que no han celebrado tales acuerdos, pero cuyas regulaciones la Comisión considere que protegen razonablemente a los inversores locales y aseguran un régimen de información adecuado.

Las emisoras constituidas en el extranjero, para cuyos valores negociables se solicite autorización de oferta pública en el país, deberán someterse al régimen de información aplicable a las emisoras locales cuyos valores negociables coticen en la sección especial. La Comisión podrá autorizar a la peticionante, mediante resolución fundada, que la información a proveer sea exclusivamente la información periódica que se presente ante la autoridad equivalente del país de origen de la emisora. Los estados contables de cierre de ejercicio, en todos

los casos, deben ser presentados incluyendo información complementaria donde se proceda a conciliar los efectos sobre el Patrimonio Neto y el Resultado Neto, de los distintos criterios contables respecto de los vigentes en la República Argentina, expresando el tipo de cambio utilizado para la conversión a pesos de los rubros mencionados. Respecto a la información contable trimestral y semestral podrá publicarse sin la conciliación indicada debiendo advertirse en su caso, en forma destacada, que la misma está confeccionada de acuerdo a las normas de contabilidad vigentes en el país de origen, y que se presentan sin conciliación con las normas contables argentinas. Respecto a la información sobre cotización de los valores negociables en otros mercados, las emisoras extranjeras cuyos valores negociables sean autorizados a la oferta pública por la Comisión en los términos de este capítulo, deberán proveer diariamente a las entidades autorreguladas locales, la cotización y volumen operado de los valores negociables autorizados en todos aquellos mercados extranjeros en los que coticen. La Comisión podrá modificar la frecuencia de esta información en consideración a las modalidades operativas de la plaza extranjera donde coticen los valores. Asimismo, las entidades autorreguladas bajo la jurisdicción de la Comisión en las cuales se coticen los valores negociables deberán informar de inmediato al público y a los operadores, las cotizaciones y volúmenes operados en las plazas extranjeras y, en su caso, publicarlos en los boletines o diarios habitualmente utilizados para divulgar la información de los mercados.

La emisión de valores en Brasil por emisores domiciliados en otro país ocurre por medio de BDR (Brazilian Depositary Receipt). Según el Artículo 5° de la Instrucción 332/00, los requisitos de información para la validez de la inscripción de BDR en Brasil por los emisores extranjeros son:

- 1) Los contratos entre la institución de depósito, la institución custodiante y la empresa patrocinadora, si procede.
- 2) La indicación del director del programa responsable de la institución de depósito.
- 3) Declaración de cambio, del organismo administrador del mercado OTC organizado o administrador del sistema de comercio electrónico, la aprobación de la solicitud de admisión a los BDRs, condicionado sólo para obtener el registro ante la CVM.
- 4) Una copia de la guía de conscripción de la tasa de regulación relacionada a la distribución de BDRs.

- 5) Declaración de asunción de responsabilidad de la institución de depósito o institución de expedición de BDRs por la difusión simultánea en el mercado, de la información proporcionada por la empresa patrocinadora en su país de origen.
- 6) La información divulgada en el país de origen de los valores, cuando se trata de BDR Nivel I, en lengua portuguesa.
- 7) Solicitud de registro de la empresa, o su renuncia, que se concederá en el caso de BDRs Nivel I.
- 8) Los documentos y la información que figura en la Instrucción CVM n° 331, de 4 de abril de 2000, cuando se trata de BDRs Niveles II y III.
- 9) Sólo se registrarán para el programa BDR Nivel III, cuando haya la distribución de valores en Brasil y en el extranjero simultáneamente.
- 10) Específicamente para el caso de BDR Nivel III, se requerirá, además, el cumplimiento de la Instrucción CVM N ° 400, del 29 de diciembre de 2003, también otras normas de la CVM aplicables a las distribuciones de valores, objeto del programa.

Además de los requisitos de la información expuesta, también se prevé la Instrucción 332/00 en la que sólo se aceptarán para su emisión de valores a empresas, o similar, con sede en los países en que los órganos reguladores han concluido con la CVM un acuerdo de cooperación en la consulta, la asistencia técnica y la asistencia mutua para el intercambio de información.

Desde la creación de la Instrucción 480/09, que sustituyó la normativa sobre los requisitos para registro de emisores (Instrucción 202/93), sólo pueden emitir BDRs los emisores que no tengan sede en Brasil o aquellos cuyos activos en Brasil representen al menos el 50% del total registrados en sus informes financieros, consolidados o individuales, la que mejor representa su estado económico.

No se acepta el prospecto del país de origen de la emisión de BDR. Hace falta un prospecto hecho de acuerdo con la legislación brasileña.

En Chile existe un registro especial denominado “Registro de Valores Extranjeros” en el cual deben ser inscritos los valores extranjeros para poder ser ofrecidos públicamente en el país. No obstante, para efectuar oferta pública en Chile de títulos de deuda de largo plazo emitidos por empresas extranjeras, la normativa actual exige que los emisores y sus títulos se inscriban en el Registro de Valores local y que la oferta pública de los mismos esté dirigida exclusivamente al mercado para inversionistas calificados. Al respecto, cabe señalar que



la Ley de Mercado de Valores de este país establece que los valores extranjeros sólo podrán expresarse en las monedas extranjeras que autorice el Banco Central de Chile y en dichas monedas deberán transarse en el mercado nacional, considerándose para todos los efectos legales como títulos extranjeros. Dado lo anterior, los emisores extranjeros que desean emitir en Chile en moneda local deben inscribirse en el Registro de Valores local. La oferta pública de bonos debe estar dirigida exclusivamente al mercado para inversionistas calificados.

La inscripción de títulos sólo puede realizarse si el emisor originario de los valores se encuentra fiscalizado por la entidad supervisora o reguladora competente de su mercado de origen o del mercado en que se ofrezcan los valores, o bien, los títulos se transen en alguna bolsa de valores extranjera. La Superintendencia ha establecido un grupo de mercados extranjeros, que involucra bolsas de valores y países, bajo cuya supervisión deben estar sujetos los emisores que deseen ofrecer sus valores al mercado general. Los emisores que no se encuentren supervisados por el organismo regulador de dichos mercados o no transen sus valores en alguna de dichas bolsas, sólo pueden ofrecer sus valores a inversionistas calificados.

La solicitud de inscripción puede ser presentada por un emisor extranjero, su administrador, para el caso de títulos emitidos por vehículos de inversión colectiva, o por un patrocinador. La solicitud de inscripción de bonos sólo puede ser presentada por el emisor de los valores.

Cuando la solicitud sea efectuada por el emisor o su administrador, en el caso de vehículos de inversión colectiva o cuotas de fondos de inversión, éste deberá designar a una persona natural o jurídica como su representante en Chile a efectos de entregar la información continua y esencial del emisor y sus valores, recibir comunicaciones y ser emplazado debidamente.

Adicionalmente, se deberá presentar información respecto de las entidades encargadas de la custodia compensación y liquidación de los títulos, las funciones o servicios que desempeñan y los procedimientos, formalidades y plazos en que se hará efectiva la suscripción, rescate y transferencia de los valores.

En general, la información podrá ser proporcionada en idioma español o en idioma inglés. No obstante lo anterior, la “información relevante” respecto de los emisores, de sus negocios y de los valores que ofrecen, siempre deberá ser proporcionada en idioma español y en el idioma en que se originó.

En Colombia, la normatividad aplicable a las emisiones de valores emitidos por emisores extranjeros y por gobiernos extranjeros o entidades públicas extranjeras, permite la realización de ofertas públicas de valores que se emitan en Colombia.

Adicionalmente, el 8 de octubre de 2009, el Gobierno Nacional expidió el Decreto 3886, por medio del cual regula el listado, negociación, registro, custodia, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores extranjeros, esto es, todos aquellos que hayan sido emitidos fuera del país por emisores nacionales o extranjeros bajo la regulación de un país extranjero.

La norma otorga reconocimiento, como valores extranjeros susceptibles de ser negociados en Colombia, a las acciones emitidas por sociedades extranjeras que están inscritas en una bolsa de valores reconocida internacionalmente a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Así, en términos generales, en la actualidad existen dos formas para que un emisor extranjero pueda listar sus acciones: 1) inscribir las acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en la Bolsa directamente y cumplir con todas las obligaciones que tiene un emisor local. En este evento, cualquier inversionista podría acceder a comprar acciones y las mismas se negociarían en la plataforma de acciones de la Bolsa junto con el resto de acciones locales. Adicionalmente, el emisor extranjero, en las anteriores condiciones, puede obtener autorización de inscripción en el RNVE para realizar una oferta pública inicial de sus acciones o sólo para que el mercado realice operaciones de intermediación, es decir, transacción en mercados secundarios. 2) Inscribir una porción de acciones en el SIC, caso en el cual podrían ser adquiridas por algunos inversionistas profesionales<sup>1</sup> (no directamente sino a través de un intermediario de valores) y se transarían en una plataforma especial. En este caso, no se cumplen con los deberes de información plena prevista en las normas del mercado sino que la negociación se adelanta con sujeción a un reglamento especial de la Bolsa de Valores, que debe ser previamente aprobado por la Superintendencia. En todo caso, no podrán adquirir en mercados secundarios estas acciones aquellos a quienes por disposición especial, sólo puedan adquirir valores inscritos en el RNVE, como es el caso de los administradores de fondos de pensiones y cesantías, como quiera que la inscripción en el SIC no es equivalente ni implica inscripción en el RNVE.

---

<sup>1</sup> Todo cliente (se denomina genéricamente cliente a quien intervenga en cualquier operación de intermediación en la que a su vez participe un intermediario de valores) que acredite al intermediario características de patrimonio (igual o superior a diez mil (10.000) smmlv y al menos una de las siguientes condiciones: 1. Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a 5.000 smmlv, o 2. Haber realizado directa o indirectamente 15 o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un periodo de 60 días de calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente.

En adición a los clientes que cumplan las condiciones señaladas, podrán ser categorizados como "inversionista profesional": las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores; los organismos financieros extranjeros y multilaterales, y las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

De acuerdo con el Artículo 19 del Reglamento sobre Oferta Pública de Valores (ROP) de Costa Rica, si el emisor está domiciliado en el exterior y está inscrito en otro mercado de valores, puede presentar el prospecto registrado en ese mercado y mediante un anexo incorporar lo que le haga falta de acuerdo con la *Guía de elaboración de prospectos*. Adicionalmente, en el Artículo 20 se indica que el prospecto debe ser en español, salvo en el caso de emisiones para oferta pública restringida de emisores extranjeros, en cuyo caso se puede presentar en inglés.

Adicionalmente, se debe presentar la siguiente documentación:

- 1) Calificación de riesgo, en el caso de los emisores domiciliados en el exterior, podrá estar otorgada por una empresa calificadora extranjera reconocida como nacional por la Comisión de Valores de Estados Unidos o sus subsidiarias. La calificación deberá distinguir que se trata de una calificación internacional.
- 2) Información financiera. Los emisores domiciliados en el exterior podrán presentar sus estados financieros con base en las normas contables de aplicación en su país de origen, en este caso deberá adjuntarse un informe elaborado por los auditores externos sobre las principales diferencias entre dichas normas y las normas contables de aplicación en Costa Rica, así como su impacto sobre las principales cuentas de los estados financieros. Se exceptúa de este último requisito a los emisores cuya emisión se dirija a oferta pública restringida.
- 3) Documentación legal y de orden administrativo:
  - a) Certificación notarial del acuerdo tomado por el órgano competente según la legislación del país de origen del emisor.
  - b) Certificación notarial o registral de los poderes otorgados a los representantes legales de la compañía que actuarán ante la Superintendencia y en donde consten sus condiciones.
  - c) Declaración jurada protocolizada rendida por el representante legal de la empresa mediante la cual garantiza la veracidad y suficiencia de toda la información proporcionada y sobre el contenido del prospecto a partir de un proceso de debida diligencia y de que se cumple con lo dispuesto en el Reglamento de auditores externos y medidas de gobierno corporativo aplicable a los sujetos fiscalizados por SUGEF, SUGEVAL y SUPEN.

- d) Aviso de oferta pública que se publicará una vez autorizada la emisión, excepto para las emisiones inscritas para oferta pública restringida, las de papel comercial, la renovación de emisiones y los registros de aumentos de capital de emisiones de acciones inscritas.
- e) En el caso de que se suscriba un contrato de colocación, el representante legal de la entidad colocadora deberá rendir una declaración jurada protocolizada de que se realizó un proceso de debida diligencia sobre la información aportada por el emisor.
- f) Información y documentación relativa a las garantías, cuando resulte aplicable.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores (LMV) de El Salvador establece que cuando son bonos de Estados centroamericanos o de organismos regionales e internacionales, en los que el Estado o el Banco Central de Reserva son miembros, son las casas de corredores de bolsa locales, quienes deben presentar la siguiente información:

- Constancia expedida por la Bolsa de Valores en la que se listaron originalmente, o decreto legislativo.
- Dichas casas de corredores de bolsa, deben mantener información de los valores, en cuanto a los emisores, las características de los valores, información macroeconómica del país, información histórica de las transacciones, calificación de riesgo país, cambios en el entorno macroeconómico del país que se trate, información que debe remitirse a la Superintendencia mensualmente, siempre que no se encuentre en un sistema de información internacional.

Conforme al Artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores y la normativa establecida por la Superintendencia de Valores de El Salvador para la negociación de valores extranjeros, las casas de corredores están obligadas a mantener los prospectos de emisión en idioma del país de origen, debiendo presentar un resumen del mismo con la traducción correspondiente cuando sea diferente al castellano<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Deben presentar un documento denominado Suplemento informativo para inversionistas salvadoreños, que contiene, en idioma castellano, un resumen de los valores extranjeros a registrar y que debe contener información del emisor, descripción o características de los valores, información macroeconómica del país (cuando sean bonos de Estados) e información histórica de las transacciones, calificación de riesgo país y cambios en el entorno macroeconómico.

Cuando son otros Estados y entidades no mencionadas en el inciso anterior, se debe cumplir con los siguientes requisitos:

- Estar inscritos en un organismo regulador o fiscalizador o coticen en un mercado de valores organizado.
- Información disponible en sistemas de información bursátil o financieros internacionales reconocidos por la Superintendencia (Bloomberg o Reuters).
- Que provengan de un país en el cual funcione un mercado de valores organizado, el cual tenga similares o superiores requisitos de supervisión respecto a los de El Salvador.
- Que exista un convenio entre una central de depósito y custodia salvadoreña y una extranjera que facilite y dé seguridad a la custodia e inmovilización de los valores.
- Las casas de corredores de bolsa son las responsables de proveer a los inversionistas, la información que se encuentre en los sistemas internacionales de información, y toda la información de los emisores.

En Panamá, respecto al registro de emisiones transfronterizas, se utilizan dos métodos:

- 1) Procedimiento abreviado de registro de valores que hayan sido previamente registrados o autorizados para su oferta pública en una jurisdicción reconocida.

Se acepta el prospecto informativo autorizado en el país de origen, fundamentado en que si la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá ha reconocido determinada jurisdicción porque cuenta con leyes y reglamentos que, aunque no sean iguales a las suyas, ofrecen en general a su juicio, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual o mejor que el que ofrece la legislación nacional y que cuenta con un ente regulador que, a satisfacción de la Comisión, fiscaliza adecuadamente el cumplimiento de las leyes y reglamentos del país de que trate, no requiere efectuar un análisis de la información plasmada en el prospecto.

- 2) Procedimiento de registro de valores de emisores extranjeros de jurisdicciones no reconocidas.

Además de la información que se exige plasmar en el prospecto informativo a los nacionales, establecidos en el Acuerdo n° 6-2000 de 19 de mayo de 2000, deben hacer e incorporar la información siguiente:

- a) Designar a un apoderado con oficinas establecidas en Panamá, con facultades suficientes para representarlo ante la Comisión Nacional de Valores y para recibir notificaciones administrativas y judiciales. Pueden ser: casas de valores, puestos de bolsa, bancos con licencia general e internacional, compañías de seguro y reaseguros, asesores de inversión, administradoras de sociedades de inversión, abogados y firmas de abogados, contadores y firmas de contadores, empresas con licencia fiduciaria o cualquier otra persona que designe la solicitante.
- b) Hacer una declaración relativa a la forma en que pueden verse afectados los derechos de los inversionistas, a interponer acciones de responsabilidad civil, por el hecho de que el emisor, algunos de sus directores, dignatarios, ejecutivos, administradores o cualquier otra persona mencionada en la solicitud, esté domiciliada en un país extranjero, o que todos o una parte sustancial de sus activos y los de estas personas estén localizados fuera de la República de Panamá.
- c) De constituirse una garantía real, debe aportar la opinión legal emitida por un abogado idóneo de la jurisdicción donde se ha constituido o constituirá la garantía, la que deberá incluir un resumen del procedimiento para ejecutar la garantía con especial referencia al orden de prelación del crédito.
- d) Describir las restricciones al pago de dividendos aplicables a tenedores o accionistas no residentes o extranjeros, si fuere el caso.

En la República Dominicana, antes de la entrada en vigencia de la Ley General de las Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada, n° 479-08 (en adelante, Ley de Sociedades), a las personas jurídicas extranjeras que solicitaban aprobación para realizar una oferta pública de valores en el mercado primario, se les requería domicilio social en el país, el cual debía ser comprobado por la Superintendencia de Valores.

Sin embargo, a partir de la entrada en vigencia de la Ley de Sociedades, el 19 de junio del año 2009, las sociedades extranjeras tienen los mismos derechos y obligaciones que las sociedades nacionales. Las sociedades comerciales debidamente constituidas en el extranjero serán reconocidas de pleno derecho en el país, previa comprobación de su existencia legal por la autoridad que corresponda, de acuerdo con las formalidades establecidas en la legislación de origen.

La Norma sobre los requisitos de autorización e inscripción en el registro de la oferta pública de valores establece los requisitos y condiciones que todo emisor extranjero de oferta pública de valores debe depositar en la Superintendencia de Valores. Cualquier documento originado en el extranjero debe estar debidamente legalizado por las autoridades competentes del país de origen y por las autoridades consulares de la República Dominicana radicadas en el mismo. Si el(los) documento(s) está(n) redactado(s) en un idioma distinto al castellano, debe estar traducido por un intérprete judicial.

No se acepta un prospecto del país de origen del valor, el prospecto de colocación de valores deberá elaborarse conforme a las disposiciones y formalidades que establezca la Superintendencia de Valores de la República Dominicana mediante norma de carácter general.

En el caso de que sean valores emitidos por personas jurídicas extranjeras y deseen negociarlo en el mercado secundario, el intermediario de valores deberá presentar a la Superintendencia de Valores la certificación de registro del organismo regulador del mercado de valores del país de origen del valor y solicitar su inscripción en el Registro del Mercado de Valores y Producto.

Finalmente, mencionar que en Uruguay los requisitos de información para emisores del exterior son los mismos que para los locales. El prospecto debe cumplir con la normativa uruguaya. Si el prospecto emitido y autorizado en el país de origen no cumple con dicha condición, no se aceptará.

Por otro lado, se está trabajando a nivel de MERCOSUR para el establecimiento de un prospecto MERCOSUR con el cual se podría emitir en cualquiera de los países miembros.

## **II. Aprobación, registro y publicación del prospecto o folleto**

### *2.1. Organismos y autoridades competentes*

#### *Autorización del folleto*

Las autoridades competentes para verificar el cumplimiento de los requisitos de emisión y admisión a negociación en mercados regulados secundarios oficiales son, en general, organismos públicos con distintos niveles de autonomía.

En general, para la admisión de los valores, las distintas jurisdicciones establecen una serie de requisitos, que en la normativa europea se refieren a idoneidad y a transparencia. La idoneidad hace referencia a una serie de condiciones que han de reunir el emisor y los valores para garantizar el cumplimiento de la legislación que les sea aplicable, y para asegurar un nivel adecuado de protección a los inversores que adquieran los valores en el mercado una vez que comience su negociación. Los requisitos de transparencia establecen las informaciones que los emisores que solicitan la admisión a negociación de sus valores deben proporcionar a los potenciales inversores con carácter previo a la admisión.

Todas las jurisdicciones tienen como requisito previo a la emisión y/o admisión de los valores y a la publicación del folleto u otra documentación acreditativa, la aprobación del mismo por parte de la autoridad competente del Estado.

Sin embargo, como ya se ha comentado anteriormente, la normativa en algunas jurisdicciones exceptúa o flexibiliza los requisitos informativos de los folletos o prospectos para la emisión o admisión de los valores, destacando, entre otros, los siguientes supuestos:

- 1) Las ofertas públicas que van dirigidas a inversiones cualificadas o corresponden a colocaciones privadas. La noción de inversor cualificado, calificado o institucional puede variar dependiendo de la jurisdicción, en lo que se refiere a la calificación como tal de las pequeñas y medianas empresas, personas físicas, etc. (ejemplos de esta excepción se presentan en España, Colombia, Bolivia, Chile, Panamá...).
- 2) Las acciones emitidas en sustitución de acciones de la misma clase, sin aumentar el capital emitido, ya que no supone cambio alguno en los derechos de los accionistas, puesto que únicamente es un ajuste técnico, como por ejemplo, los “splits” o “contra-splits” de acciones.
- 3) Los supuestos de asignación gratuita de acciones a los actuales accionistas, mediante ampliaciones de capital liberadas o como pago de dividendos (supuesto contemplado en España, Portugal y Panamá).
- 4) Los valores ofrecidos o asignados o que vayan a ser asignados a consejeros o empleados, estando en la voluntad de los legisladores en España, Portugal y Panamá el favorecer la participación en el capital de los empleados, directivos o consejeros.
- 5) Los valores emitidos o asignados en una fusión, como es el caso de Chile y parcialmente en España, que requiere información que se considere equivalente al folleto.



- 6) Los valores no participativos emitidos por las autoridades regionales o locales, o valores garantizados por el Estado, como, por ejemplo, es el caso de España y Panamá.

Asimismo, existen regímenes específicos para pequeñas y medianas empresas (PYMES), como es el caso de Argentina, en donde el registro de las sociedades anónimas que se califiquen como PYMES ante la Comisión para colocar y negociar sus acciones en el ámbito de las entidades autorreguladas a través de intermediarios acreditados, implicará la autorización automática para hacer oferta pública de las acciones representativas de su capital, en tanto no se altere su calificación como pequeñas y medianas empresas.

En Brasil, la Instrucción CVM 400/03 está siendo modificada para adaptarse a la Instrucción CVM 480/09, estando previsto que finalice dicho proceso a finales de marzo de 2010. Entre las principales propuestas de cambios, podemos destacar la posibilidad de registro automático de las ofertas públicas de valores cuyos emisores tienen la calificación de Emisores con Gran Exposición al Mercado, tal como se define en la Instrucción CVM 480/09.

La labor que realiza la autoridad competente difiere, como no podía ser de otra manera, de una autoridad a otra. Estas divergencias responden, principalmente, a los distintos objetivos perseguidos por cada autoridad, y repercuten en la intensidad de la revisión, en buena medida por las prácticas arraigadas en dichos países durante años.

El objetivo que debería perseguirse por parte de la entidad supervisora es que el prospecto o folleto, elemento base para que el potencial inversor adopte su decisión de inversión, sea completo, comprensible y que toda la información que contiene sea coherente.

En la regulación europea, para evitar el arbitraje regulatorio por la introducción del pasaporte automático y la libertad de elección de la autoridad, se armonizó con carácter máximo la información contenida en el folleto. Los estándares de IOSCO, ya comentados anteriormente sobre la información no financiera en las ofertas públicas o emisiones de acciones o deuda transfronterizas, son una guía de referencia en relación con el contenido de los folletos. En este sentido, cabe destacar que un exceso de información o una falta de coherencia interna de la misma es del mismo modo perjudicial para el cumplimiento del segundo objetivo relativo a la comprensión de la información por parte del potencial inversor.

La revisión realizada por la autoridad competente debe asegurar que el folleto contiene toda la información contenida por las normas, sin que suponga una valoración sobre la inversión que se propone o sobre el emisor.

Las autoridades competentes tienen unos plazos legales desde la solicitud del emisor para verificar el folleto/prospecto, una vez que contiene toda la información necesaria y los documentos acreditativos.

El objetivo de estos plazos máximos es proporcionar a los emisores una cierta seguridad respecto al tiempo que va a tardar el supervisor en revisar el folleto, sin embargo, puesto que estos plazos pueden verse interrumpidos si la autoridad competente solicita información adicional, lo relevante es conocer los plazos medios reales que utilizan las distintas autoridades competentes para la aprobación del folleto.

## Registro y publicación

La publicación del folleto, una vez que haya sido aprobado por la autoridad competente, deberá hacerse en un plazo razonable antes del inicio del periodo de oferta o de admisión o, como máximo, en dichos momentos.

En general, los folletos informativos se ponen a disposición del público en las páginas web de las autoridades competentes, del propio emisor o de las bolsas, lo cual garantiza un fácil acceso y utilización del folleto para los inversores y la inalterabilidad del mismo. La normativa europea permite incorporar ciertos documentos por referencia que, en general, hayan sido depositados en otro organismo regulador de la Unión Europea.

Es interesante destacar que en España, el Mercado AIAF de Renta Fija, en colaboración con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ha elaborado un modelo estandarizado de nota de valores para la emisión de valores de renta fija (bonos, obligaciones, bonos y obligaciones subordinadas y cédulas hipotecarias y territoriales), facilitando además su tramitación por vía electrónica. Dado que la nota de valores, como ya se ha comentado anteriormente, es la parte del folleto informativo destinada a describir las características jurídicas y económicas de los valores, se ha conseguido unificar y simplificar su redacción. La parte de éstos dedicada a la descripción del emisor, denominada en terminología comunitaria, documento de registro, se presta poco a esta tarea de estandarización.

En Brasil, de acuerdo con la modificación de la Instrucción CVM 400/03 mencionada anteriormente, será obligatoria la incorporación del Formulario de Referencia (“shelf document”, según IOSCO) en el prospecto, por la anexión

o por referencia a la página web donde puede ser consultado. Este formulario sustituye varios artículos del prospecto, simplificando su contenido. Además, el prospecto contendrá un documento adicional (“offering note,” según IOSCO) con toda la información sobre los valores ofrecidos y las características y condiciones de la oferta.

Por su parte, la Superintendencia Financiera de Colombia está desarrollando un proyecto, por el cual, a través de un aplicativo “on line”, tipo formulario, mediante preguntas y espacios en blanco permite remitir el prospecto de forma electrónica. En otros países también se utilizan formatos electrónicos, en Argentina la denominada “Autopista de la Información Financiera” (AIF), y en Brasil, el sistema IPE “Sistema de Envío de Informaciones Periódicas y Eventuales.

## *2.2. Actualizaciones del prospecto y criterios de actualización*

La situación idónea es que la información que un emisor incluye en el folleto informativo con motivo de una emisión fuera actualizada al menos anualmente. En la normativa europea el folleto es válido durante 12 meses desde su publicación, desvinculando la validez del folleto de la fecha de los estados financieros que presenta.

Si durante el plazo de validez del folleto y con un periodo de suscripción abierto, el emisor publicase nuevas cuentas anuales o detectase errores, al emisor podría bastarle con publicar un suplemento al folleto sin modificar el contenido del mismo.

En algunos países, como por ejemplo Brasil, se regula la puesta a disposición del inversor de un prospecto preliminar que podrá ser modificado por cualquier imprecisión o cambio importante en la información contenida en el mismo, especialmente en cuanto a deficiencias de información o a nuevos acontecimientos no considerados, que deberán incluirse en el folleto definitivo, que estará a disposición de los inversores al menos cinco días útiles antes del inicio del periodo de aceptación de la oferta. En la difusión de un folleto preliminar se gana agilidad pero se corre el riesgo de que la información inicialmente divulgada contenga imprecisiones o no sea completa.

La actualización de la información se puede realizar a través de la remisión de un único documento anual, como es el caso de Brasil, que presenta anualmente el Formulario de Referencia, el cual sustituye al Formulario de Informaciones Anuales y fue creado siguiendo el modelo del “Document de Base” de Francia, y

debe ser actualizado: 1) cuando del pedido de registro de oferta distribución pública de valores mobiliarios y 2) cuando ocurre el cambio en alguna información relevante del emisor, siendo que la Instrucción 480/09, que ha introducido este formulario, determina cuáles son las informaciones relevantes para cada emisor, sea de deuda o sea de acciones.

En la regulación española se exige la actualización del prospecto mediante documentos separados, así la información relativa a la estructura y gobierno corporativo se actualiza anualmente con la revisión del Informe Anual de Gobierno Corporativo y la información de carácter financiero, mediante la información financiera semestral, las declaraciones de gestión intermedia de carácter trimestral y los informes financieros anuales.

En conclusión, si bien en todas las jurisdicciones existe la obligación de publicar como hecho relevante cualquier circunstancia que pudiera afectar a las decisiones de inversión parece conveniente que exista un documento único donde se incluya de manera actualizada información del emisor relativa a su situación financiero patrimonial, estructura accionarial, gobierno corporativo, etc., que garantice el rápido acceso a la información por parte del usuario de la misma.