

OFERTA PUBLICA Y PRIVADA DE VALORES EN EL MERCADO NORTEAMERICANO: UNA VISION COMPARADA *

Rony Jara Amigo
Master of Laws U. de Duke
Profesor de Derecho Comercial U. de los Andes

RESUMEN

A partir de un breve análisis de ciertos conceptos básicos en la materia: mercados primarios y secundarios, entrega de información, materialidad, valor, oferta pública y normas básicas antifraudes; se describen los procesos de oferta pública y privada de valores en los Estados Unidos de América, efectuando algunas comparaciones respecto de su tratamiento normativo en Chile. En el caso de las ofertas públicas, de emisores locales y extranjeros, se enfatizan los requisitos de información y las restricciones de comercialización durante el proceso de inscripción, las sanciones aplicables y la entrega de información continua. Por su parte, tratándose de ofertas privadas, se desarrolla su concepto y las normas de distribución primaria y secundaria de valores en forma privada, que permiten exceptuarlas de la obligación de registro.

INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es realizar una revisión general de los conceptos centrales de la legislación de mercados de valores norteamericana, especialmente en lo relativo a las ofertas públicas y privadas de valores. Donde sea posible y de utilidad, se hará un paralelo con la norma local, el que puede verse complementado con el Anexo N° 1 de este documento.

I. ALGUNOS CONCEPTOS BASICOS

Es preciso que nos refiramos, en primer lugar, a algunos conceptos básicos que deberían facilitar la comprensión del conjunto de la normativa y de esta exposición.

1. *Tipos de Mercados*

Como todos sabemos, el precio de cualquier valor está dado por las expectativas de ganancias que ese valor puede producir en el futuro (descontadas a la tasa de riesgo relevante) y ellas se alimentan esencialmente de la información que poseemos respecto de él¹. Parte de esa información es proporcionada por el propio emisor y por aquellos que enajenan o adquieren dichos valores.

* Esta presentación se realizó en el seminario organizado por la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile en Santiago del 9 al 11 de agosto de 1999. Sin embargo, se encuentra actualizada al mes de diciembre de 2000.

¹ Richard A. BREALEY y Stewart C. MYERS: Principles of Corporate Finance (EUA, 1996) p. 323.

Por ello, la legislación de valores norteamericana distingue, dadas sus características particulares, entre dos tipos de operaciones, las de los emisores y las de comercialización, aplicando distintas leyes a cada una de ellas. A diferencia de lo que sucede en Chile, donde ambos mercados se encuentran cubiertos por una misma ley.

1.1. Mercado Primario u Operaciones de los Emisores

Son aquellas operaciones por las cuales un emisor vende sus valores a los inversionistas. Ellas pueden efectuarse a través de una oferta privada de valores, como lo es en la mayoría de los casos; pero que, como veremos, tiene la restricción de dirigirse solamente a un selecto número de inversionistas. Por el contrario, si se desea efectuar una distribución masiva, se deberá recurrir a una oferta pública de valores, también denominada distribución primaria.

1.2. Mercado Secundario u Operaciones de Comercialización

Son aquellas operaciones de compra y venta de valores ya emitidos entre distintos inversionistas. Estas operaciones pueden llevarse a cabo privadamente o a través de mercados públicos. Generalmente, en el caso de compañías pequeñas con acciones de baja liquidez, solo es posible recurrir a operaciones de tipo privado, salvo que se trate de paquetes de acciones de tal magnitud, por ejemplo de control, que ameriten una oferta pública. En esos casos se habla de distribuciones secundarias.

Es razonable pensar que un inversionista necesita de la misma información en aquellos casos en que adquiere los valores directamente del emisor que cuando lo hace de otro inversionista en un mercado público o privado. Sin embargo, los mecanismos, las prácticas y la normativa norteamericana difieren bastante en relación con la información que se debe proporcionar en ambos casos.

1.3. Las Bolsas de Valores

Como sabemos, las bolsas de valores proveen de un lugar y de procedimientos y regulaciones para la compra y venta de valores que han sido inscritos en la respectiva bolsa, pudiendo participar en dichas operaciones solo los miembros de dicha institución. En estos mercados se produce una especie de subasta porque las órdenes de compra y venta se ejecutan en un mismo lugar al mejor precio disponible. Todas las operaciones son de inmediato informadas a un empleado de la Bolsa, de manera que la información quede disponible para todos los suscriptores del sistema de información.

1.4. El Mercado Over-the-Counter (OTC)

Es el mercado de valores residual, por cuanto todas las operaciones que no se realizan en las bolsas de valores se ejecutan en el mercado OTC. En estos mercados, si un inversionista desea comprar un valor se comunica generalmente por teléfono con un *broker* o *dealer*, quien si lo tiene se lo puede vender directamente de su inventario, de lo contrario, el intermediario comprará el valor de un *market maker*, por cuenta de su cliente cobrando una comisión, o por su propia cuenta revendiéndoselo a su cliente con una ganancia. Un *market maker* es un intermediario que se identifica asimismo como deseando comprar o vender valores por su propia cuenta en forma regular o continua. Las ofertas de precios de compra o venta de *market maker* de los valores más líquidos son efectuadas en un sistema computacional en línea denominado *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ).

Hay varias diferencias entre ambos mercados. En primer lugar, en los casos de las bolsas de valores, las operaciones se realizan en un lugar específico, donde las órdenes de venta y compra se reúnen al mejor precio posible en un sistema tipo subasta; en cambio el mercado

OTC es descentralizado y las operaciones son negociadas entre intermediarios y entre intermediario y cliente. En segundo lugar, a diferencia de las bolsas, en el mercado OTC no hay forma que se reúnan directamente las ofertas de compra y venta de dos inversionistas. Siempre está presente un intermediario que participa comprando o vendiendo por su propia cuenta. Por último, y entre otras diferencias, en el mercado OTC no hay información disponible respecto de los precios y volúmenes de las operaciones cerradas, puesto que lo que se sabe es solo el volumen diario de actividad y los precios de las ofertas de compra o venta efectuadas por los *market makers*, pero no el precio al que se completaron las operaciones.

En el plano local resulta interesante destacar que el mercado OTC es fundamentalmente un mercado de valores de renta fija y de acciones de sociedades anónimas cerradas, puesto que las acciones de las sociedades anónimas abiertas, salvo puntuales excepciones, solo pueden ser comercializadas por los corredores de bolsa en las bolsas de valores².

2. La Principal Legislación de Valores

A continuación nos referiremos de forma breve a las dos normas legales más importantes en materia de valores en los Estados Unidos de América (EUA), dirigida a normar los mercados primario y secundario, respectivamente. Se trata de legislación federal, porque si bien también existe legislación estatal en materia de valores —las denominadas *blue sky laws*—, su importancia y ámbito de aplicación se ha visto muy reducido por una modificación de 1996 a la Securities Act³.

2.1. La Securities Act de 1933

La Gran Depresión de 1929 produjo el consenso político necesario para dar lugar a una década de regulación al mercado de valores, la que se inició con la Federal Securities Act of 1933 (33' Act), que regula la oferta pública y venta de valores en comercio interestatal, es decir, regula el mercado primario de valores.

Uno de los más grandes males del mercado de valores norteamericano antes de 1929, fue el hecho que aproximadamente la mitad de los valores que se comercializaban probaron ser de escaso o nulo valor. Ello se produjo, en manera importante, por el casi total abandono por parte de los intermediarios a las reglas de conducta, honestidad y prudencia básicas en dicho mercado. La consigna era alta presión de venta, en lugar de asesoría cuidadosa⁴.

La 33 Act intenta solucionar dichos males por la vía de la entrega de información o *disclosure* obligatorio. Este se aplica a todas las ofertas públicas de valores que se realizan a través de un proceso de registro en la Securities and Exchange Commission (SEC). El proceso de inscripción, como veremos, se fundamenta en dos instrumentos: la solicitud de inscripción o *registration statement* y el prospecto. Por medio de ellos se busca entregar al inversionista, con anterioridad a la adquisición de los valores, una completa descripción de los negocios del emisor, de sus propietarios y de su administración. El propósito es que el inversionista quede en una situación lo más similar posible a la del emisor y los agentes colocadores o *underwriters*⁵, para apreciar los méritos del valor que se le está ofreciendo. La honestidad y cuidado en la preparación de estos documentos se ve incentivada por la imposición de estrictas responsabilidades civiles a un conjunto de personas relacionadas con el emisor. Además, la norma entrega importantes herramientas a la SEC para proceder administrativa o civilmente en casos de violaciones a sus normas⁶.

² Art. 23° de la ley 18.045, Ley de Mercado de Valores, en adelante, "LMV".

³ "The National Securities Markets Improvement Act of 1996".

⁴ James D. COX, Robert W. HILLMAN, Donald C. LANGEVOORT, *Securities Regulation* (EUA, 1997) p. 3-7.

⁵ Generalmente la expresión *underwriter* se utiliza para los distribuidores mayoristas de valores.

⁶ Las acciones criminales se encuentran dentro del ámbito de atribuciones del Departamento de Justicia de Estados Unidos.

La mayor parte de los valores que se emiten públicamente en los EUA están exentos de inscripción puesto que algunos emisores, como entidades gubernamentales, los bancos y las compañías de seguro están exentos de tal trámite y, además, porque la ley exime de inscripción a los valores vendidos en ciertos tipos de operaciones⁷.

Localmente, las exigencias de registro para las ofertas públicas de valores, se encuentran contempladas fundamentalmente en los Títulos I y II de la LMV, los cuales prevén ciertas exenciones legales generales –como el caso de los valores del Estado o del Banco Central de Chile– o particulares en que se entregan facultades acotadas a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)⁸.

2.2. La Securities Exchange Act de 1934

Esta ley también tuvo su origen en los sucesos de 1929, pues era claro que los fraudes en el mercado habían sido cometidos no solo por los emisores, sino que también tenían una gran responsabilidad los intermediarios, los especuladores y manipuladores e incluso los propios ejecutivos de los emisores, los que habían transado los valores con información falsa y errónea e inclusive, en muchos casos, con información privilegiada. Sin embargo, ambas normas tienen un estilo legislativo muy diferente: la Securities Act definió un fin y unos medios muy claros para obtenerlo, se designó a la Federal Trade Commission para supervisar el registro de los valores de oferta pública. En cambio, la Securities Exchange Act (“34’ Act”) es una larga lista de los problemas que habían afectado al mercado, para los cuales el legislador no definió ni los medios ni los objetivos finales, creando una entidad –la SEC– a la cual le dio la amplia tarea de lidiar con tales males. La diferencia entre ambas normas está dada por la necesidad política de llegar a acuerdos en la dictación de la Securities Exchange Act, lo que no había ocurrido con la Securities Act, en que la herramienta del *disclosure*, sin mayor intromisión del gobierno en la venta de valores, fue una clara victoria de la industria⁹.

La 34’ Act se aboca a la regulación de los mercados secundarios y sus participantes. Una de las herramientas fundamentales de la ley para la conformación de mercados de valores eficientes es la información continua que deben entregar las compañías con obligación de registrar sus valores o *reporting companies*. Se trata de tres tipos de compañías: las que emiten valores registrados en una bolsa de valores nacional; las que poseen activos por más de US\$ 10 millones y que tienen al menos 500 accionistas de una misma clase, y aquellas que han registrado sus valores con la SEC para hacer oferta pública de ellos¹⁰.

Todos los informes que exige la Sección 13 de la 34’ Act son enviados a la SEC por medios electrónicos (en medios magnéticos o a través de e-mail), y pasan a un sistema denominado EDGAR, el cual puede ser consultado por cualquiera en las oficinas de la SEC o en su página web¹¹.

⁷ Los valores exentos de inscripción se hallan en la sección 3ª, y las operaciones que permiten no inscribir un valor están contempladas en la sección 5ª, ambas de la 33’ Act. Entre los primeros, se encuentran –entre otros– los valores emitidos por el país, los estados, los bancos, organizaciones sin fines de lucro, asociaciones de ahorro y préstamo, emisores en quiebra autorizados judicialmente, instrumentos de deuda de plazos no superiores a nueve meses en ciertos casos. Entre los segundos, constituyen ejemplos, ciertas emisiones de valores hipotecarios de instituciones financieras, operaciones efectuadas por determinadas personas (que no constituyan emisores, *underwriters* o *dealers*; ciertos casos de operaciones de *dealers* y *brokers*), ofertas privadas de valores, emisiones de monto menor, ofertas al interior de un estado, ciertos casos de reorganizaciones y recapitalizaciones, ciertas situaciones de quiebra.

⁸ Art. 3° de la LMV.

⁹ James D. COX y otros, ob. cit., p. 16-19.

¹⁰ Sección 12 de la 34’ Act.

¹¹ www.sec.gov.

Entre nosotros, y sin perjuicio de algunas normas que se refieren al mercado secundario de valores en los Títulos I y II de la LMV, son los restantes títulos de la LMV los que se abocan a materias similares a la 34' Act, pudiendo distinguirse al menos dos contenidos fundamentales: la obligación de entrega de información continua y la regulación de los diferentes participantes e instituciones. De manera que, a medida que han aumentado estos últimos, se han ido añadiendo más capítulos a la ley. Una diferencia de nuestra LMV con el sistema contemplado en la 33' y 34' Act es la relativa a la inscripción, cuando corresponde, tanto de los valores ofertados como del respectivo emisor, puesto que la normativa norteamericana solo prevé la inscripción de los valores y no de ambos como la nacional, sin perjuicio que al final el efecto práctico es el mismo. En ambos sistemas existe obligación de reporte continuo.

3. *Entrega de Información o Disclosure y Mercados Eficientes*

La hipótesis de los mercados eficientes es la base de la necesidad de entregar información al mercado respecto de los emisores y sus valores. Como sabemos, esta es una teoría que describe la relación entre la entrega de información financiera importante y cambios en los precios de los valores. Sabemos que hay distintos niveles de eficiencia en el mercado. Así, una eficiencia débil existe cuando el precio de los valores refleja toda la información pasada sobre ellos, por ejemplo, la información que emana de los estados financieros; con lo cual un inversionista no puede extrapolar el precio futuro basado en una serie de precios pasados. En un nivel intermedio de eficiencia, el precio de los valores refleja toda la información públicamente disponible, y por último, en una forma fuerte, el precio de los valores refleja toda la información, pública o no, disponible sobre ellos¹². Si aceptamos el nivel intermedio, no sería posible señalar que los valores, dada la información disponible, están bajo o sobre su verdadero precio y, por último, si aceptamos la tercera posibilidad, no tendría sentido hablar de operaciones en valores con información privilegiada.

De lo anterior debiera desprenderse que, en un mercado de valores eficiente, los inversionistas individuales no pueden obtener ninguna ventaja de analizar la información pública disponible, puesto que en todo momento el precio de mercado de un valor es, en promedio, la mejor estimación del precio de ese valor. Dicho precio se forma por el análisis que hacen de dicha información los agentes sofisticados del mercado.

Pero ¿por qué no hacer que el mercado sea siempre eficiente en su forma más fuerte? Porque producir y analizar la información tiene un costo que se hace más elevado cuando se trata de información que no se encuentra públicamente disponible.

La legislación federal norteamericana, en especial la 33' Act, está basada en que un mercado informado controlará los abusos que una vez existieron. Se puede dividir la normativa de *disclosure* obligatorio en tres categorías: información durante una oferta pública, información permanente e información integrada.

En el proceso de registro de una nueva oferta pública de valores, como veremos con más detalle a continuación, se debe entregar información completa de los negocios del emisor, de sus bienes y su administración. El análisis que la propia administración hace respecto de la situación del emisor, de las características de los valores y de cualquier posible factor de riesgo en estos, resulta ser bastante exhaustivo y da cuenta de una clara filosofía paternalista de las regulaciones de la SEC hacia los inversionistas. Además, como veremos, el hecho que todo el proceso de venta y registro se encuentre estrechamente vinculado, es una muestra clara de la exigencia de entrega de información previa a la adquisición de valores en una oferta pública, de modo de permitir a los inversionistas obtener un conocimiento completo respecto de los méritos del valor a adquirir.

¹² James D. COX y otros, ob. cit., p. 32-33.

Como ya hemos señalado, y en relación a la entrega de información continua, las denominadas *reporting companies* deben entregar informes periódicos, que contengan fundamentalmente sus estados financieros y, en algunas situaciones especiales, informes respecto de ciertos eventos importantes¹³. Ello, sin perjuicio de la información que les pueda ser exigida por las bolsas de valores o por NASDAQ para los valores que allí se comercializan, que es sustancialmente similar a la exigida por la 34' Act.

Dados los distintos mercados regulados por ambas leyes –la del 33' y la del 34'– las exigencias de *disclosure* obligatorio evolucionaron por décadas por rutas diferentes, lo que aumentó los costos para los emisores y también para el análisis que debían efectuar los inversionistas. Por ello, en las últimas décadas la SEC ha tendido hacia un sistema de *disclosure* integrado, con el propósito de eliminar la entrega de información duplicada e innecesaria, manteniendo la satisfacción de las necesidades de información de los inversionistas. Así, la SEC diseñó lo que se denomina “el paquete básico de información” que, como veremos, tiene como propósito proporcionar información específica del emisor que le pueda ser útil a los inversionistas para evaluar su desempeño financiero, su posición y sus proyecciones. Dicho paquete es utilizado en todo reporte anual a los accionistas y en todo registro de nuevos valores.

En los últimos años se ha producido un fuerte debate respecto de las bondades y males de un sistema de *disclosure* obligatorio, dados los incentivos naturales que tienen los administradores para entregar información al mercado. La teoría más tradicional señala que la regulación es necesaria puesto que a los administradores les faltarían dichos incentivos y, por el contrario, estos podrían tener incentivos para entregar dicha información solo una vez que hayan hecho uso de ella para su propio beneficio. De este modo, la entrega de información obligatoria termina con el monopolio de la información respecto del emisor que tiene la administración respectiva¹⁴.

Por el contrario, otros señalan que dados los actuales sistemas de remuneración de los administradores, los que se encuentran vinculados al rendimiento de los valores de sus respectivas compañías, ellos tienen poderosos incentivos para entregar información respecto de sus compañías en forma voluntaria y permanente, puesto que dicha política las hará menos riesgosas y, por lo tanto, sus valores debieran ser descontados a una tasa más baja, y en consecuencia subir de precio: “silencio significa malas noticias”¹⁵.

Así, se señala, el emisor tiene los incentivos para entregar información hasta que ella sea más valiosa para los inversionistas (presentes y futuros) que los costos directos de producirla y los indirectos de estar dando información a la competencia. Esto sería efectivo tanto para buenas como malas noticias, para mercados primarios como secundarios, puesto que, cuando un emisor comienza dando noticias al intentar vender sus valores, no podrá dejar de hacerlo porque de lo contrario afectará la reventa de ellos y, por consiguiente, las condiciones de sus futuras colocaciones. Por otra parte, si se esconden las malas noticias, los inversionistas razonablemente asumirán que ellas son peores de lo que realmente son. Se señala que una regla de *disclosure* voluntario debería ser suficiente si las normas contra el fraude en dicha entrega fueran suficientemente cumplidas, pero claramente no lo son. Por ello, se recurre a sistemas de certificación y verificación de la información que se entrega y, si se estima que todo ello no es suficiente, qué sentido tiene imponer una norma de entrega de información obligatoria¹⁶.

¹³ En el mes de agosto de 2000, para ser efectiva en octubre de este año, la SEC dictó la denominada *Regulation FD (Fair Disclosure)* con el propósito de prohibir la entrega selectiva de información material a determinados terceros (analistas, bancos de inversión, ciertos asesores o accionistas, etc.) que no hubiera sido comunicada previamente al mercado.

¹⁴ Coffee, “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”, 70 Va. L. Rev. 722-723 (1984).

¹⁵ Easterbrook y Fischel, “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, 70 Va. L. Rev. 669, 682-684 (1984).

¹⁶ Id.

Esta última posición también tiene detractores que señalan que sigue siendo necesario algún nivel de *disclosure* obligatorio por la característica de bien público que tendría la información y, por lo tanto, siempre bajo riesgo de producción insuficiente por las muchas oportunidades en que los intereses de la administración no se encuentran alineados con los de los dueños, por lo que los primeros podrían intentar abusar dando señales falsas al mercado. Esto dado que el costo de producir dicha información por los inversionistas podría ser mayor que el asumido por el emisor y porque la entrega de dicha información sería siempre útil para la optimización del portafolio de todo inversionista racional¹⁷.

Nuestra normativa local, a nivel legal y reglamentario, se fundamenta en la entrega de información al mercado por parte de los emisores inscritos en el registro de valores. De esta forma, existe la obligación de entregar a la SVS y al público la misma información a que están obligadas las sociedades anónimas abiertas y, además, ellos deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o información esencial¹⁸ respecto de ellos mismos y de sus negocios al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento¹⁹. Por su parte, en el caso de las sociedades anónimas, de cualquier tipo, y sin perjuicio de muchas obligaciones particulares de información, el directorio tiene el deber general de proporcionar a los accionistas y al público, las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad²⁰.

Ahora bien, si dicha normativa local se cumple o no, ello es otro tema; la supuesta necesidad de las últimas reformas que se realizan a la normativa de valores²¹, en nuestra opinión, encuentra una causa importante en la falta o débil cumplimiento de la normativa vigente sobre entrega de información.

4. *Materialidad de la Información*

En general, toda la información que se requiere entregar a la SEC es uniforme y objetiva; todos los emisores deben entregar determinada información: la que la Comisión ha estimado ser útil para los inversionistas y que se entrega en un formato que permite su fácil comparación entre los distintos emisores.

Sin embargo, en algunas ocasiones, la regulación contempla la obligación para los emisores de entregar ciertos antecedentes materiales o significativos, por ejemplo, en la eventualidad en que atendidas las circunstancias, dicha información debe entregarse para no hacer errónea la restante información proporcionada. Así también, en materia de normas antifraudes, materialidad es un concepto matriz, puesto que no existiendo una obligación general de entregar información, simplemente porque esta sea material, en ciertos asuntos especiales sí se exige su entrega. Por ejemplo, en los casos de venta de un valor o de una declaración pública sobre un acontecimiento particular. Por ello, se sancionan engaños materiales y medias verdades cuando la información es proporcionada a los inversionistas.

Determinar lo que es material es una mezcla de cuestión de hecho y derecho en cada caso particular. La Corte Suprema norteamericana ha señalado que una información es material si hay una probabilidad sustancial que la revelación de los hechos omitidos debería verse por un inversionista razonable como una alteración significativa del *mix total* de información sí hecha disponible²². En otros casos, donde es incierto si el evento ocurrirá o no, responder si

¹⁷ Cox, "Insider Trading Regulation and the Production of Information: Theory and Evidence", 64 Wash. U. L. Q. 475, 493-495 (1986).

¹⁸ Concepto definido en el art. 9° LMV, como "aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión".

¹⁹ Art. 10° LMV.

²⁰ Art. 46 de la Ley N° 18.046 "Ley de Sociedades Anónimas" ("LSA").

²¹ Ley N° 19.705 "Regula las ofertas públicas de adquisición de acciones ("OPAs") y establece régimen de Gobiernos Corporativos".

²² Rule 405, 34th Act. Resuelto en *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976).

debería haber una probabilidad sustancial de que el inversionista razonable considerara el hecho importante, es una cuestión difícil de responder, por lo que los tribunales norteamericanos han recurrido a un test que considera dos elementos: la probabilidad de ocurrencia del evento incierto y la magnitud que él debería tener para el emisor de los valores²³.

Se ha entendido que los especuladores y los analistas de Wall Street también se encuentran entre los inversionistas razonables y por lo tanto que tienen derecho a la misma protección legal que aquella que se concede a un inversionista no sofisticado. Así, por ejemplo, la información material no es solo aquella relativa a las utilidades o distribuciones de una compañía, sino también a aquellos hechos que afectan el futuro probable de la compañía y aquellos que afectan el deseo de los inversionistas de comprar, vender o mantener los valores de esa compañía²⁴.

En nuestro caso, la LMV, que define lo que debe entenderse por información esencial²⁵, y a su vez, por información privilegiada, como aquella “cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores”²⁶, constituyen, sin duda, dos tipologías de materialidad de la información, para diferentes propósitos, pero que debieran ser considerados como elementos de interpretación frente a situaciones concretas. Respecto de ellos, nos parece, resulta completamente aplicable el criterio de probabilidad/magnitud antes referido.

5. ¿Qué es un valor?

La sección 2(a) (1) de la 33' Act al definir lo que debe entenderse por “valor” realiza una larga enumeración de distintos instrumentos financieros, contratos de inversión, cuotas en bienes minerales, índices de valores, monedas, y en general cualquier interés o instrumento conocido comúnmente como un “valor”.

La jurisprudencia judicial y administrativa norteamericana ha desarrollado, por su extensión, el concepto de “contrato de inversión”, y la base de interpretación ha sido la respuesta a la interrogante de si un instrumento o inversión determinado hacen necesaria la protección al inversionista que provee el derecho federal en materia de valores.

Así, se está frente a un contrato de inversión si una persona (i) invierte su dinero (ii) en una empresa común y (iii) es dirigido a esperar utilidades (iv) solamente del promotor o una tercera parte²⁷. Resulta fundamental para configurar la hipótesis, el análisis de la realidad económica del paquete de inversión como un todo, no exclusivamente de un simple factor.

Por supuesto, los contratos de inversión no son la única clase de “valor”. Por ejemplo, las acciones o los pagarés aparecen claramente en la enumeración, existiendo una presunción grave de que las acciones y los pagarés son valores, pero ello puede no ser necesariamente así, puesto que los tribunales han recurrido más al fondo que a la forma, a la realidad económica, para determinar si en realidad se está o no frente a un “valor”. Por ejemplo, en el caso de las acciones, algunos tribunales han adoptado la teoría que en los casos en que se vende la totalidad de las acciones de una compañía o un paquete controlador, la venta de las acciones es meramente incidental a la operación –la compraventa de una empresa– y por lo tanto no cae dentro de la 33' Act. En el caso de los pagarés –donde existen disposiciones que

²³ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d, at. 849. De este modo, para que un hecho sea considerado material, no se requerirá “certeza” de su ocurrencia, sino que solo una cierta probabilidad de ocurrencia, que implique que de ocurrir, puede tener consecuencias importantes para el respectivo emisor. Así, se exigirá una menor probabilidad para hechos más importantes y una mayor probabilidad para hechos de importancia menor, antes de calificarlos como materiales.

²⁴ De allí la importancia de la Regulación S-K, 34' Act, relativa a la obligación de la administración de realizar ciertas proyecciones sobre el futuro del emisor.

²⁵ Véase nota 18.

²⁶ Art. 164 de la LMV.

²⁷ *SEC v. W.J. HOWEY Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

dejan fuera de la protección a los pagarés a un plazo no superior a los nueve meses— la Corte Suprema norteamericana ha establecido cuatro factores para determinar si un pagaré es o no un valor: (i) las motivaciones/expectativas de las partes envueltas en la operación; (ii) la naturaleza comercial o de inversión de la operación; (iii) las expectativas razonables del público; y (iv) la existencia o inexistencia de otros mecanismos regulatorios para controlar la operación. La Corte empleó un test de instrumento de “inversión vs. comercial”, que descansa en la visión que muchas operaciones reguladas en forma más específica no necesitan la protección de la legislación de valores²⁸.

La importancia de saber si se está o no frente a un valor radica en la necesidad de efectuar o no el registro. Las exenciones de registro dependen del tipo de “valor” envuelto o del tipo de operación. Las excepciones son interpretadas restrictivamente y el peso de la prueba lo tiene aquel que alega la existencia de tal excepción.

Por su parte, nuestra LMV, define lo que debe entenderse por valor²⁹ lo que permite construirlo a partir de los siguientes elementos: (i) la calidad de título representativo de una obligación avaluable en dinero, ya sea de crédito o de inversión; (ii) su naturaleza transferible; y (iii) la total irrelevancia de la naturaleza o propósito de la operación asociada al título.

6. *¿Qué es una venta u oferta de venta?*

La sección 2(a)(3) de la 33' Act señala que “venta” y “oferta de venta” incluye cada contrato de venta o disposición de un valor o interés en él por una contraprestación, excluyendo las negociaciones preliminares entre un emisor y los *underwriters* (porque de lo contrario no se podría negociar entre ellos sin antes haber registrado el valor). El típico problema es determinar qué tipo de publicidad, previa a la presentación a registro, puede hacerse sin caer en la “oferta de venta”. Puesto que se ha entendido que están incluidos dentro del término “oferta” todas las actividades, hechos o materiales que pueden “condicionar el mercado” en forma previa a la oferta pública registrada de estos, es decir, que pueden aumentar las expectativas del mercado en relación a un valor determinado, de modo de estimular su venta cuando se emitan los valores.

Por otra parte, el concepto de venta puede presentarse en una amplia variedad de operaciones. Por ejemplo, originalmente la SEC dejaba fuera de él a las fusiones y canjes de valores o no se incluía a una enorme variedad de recapitalizaciones o reorganizaciones de compañías. En cambio, se ha resuelto que las modificaciones de los términos de un bono, por ejemplo cambiando su plazo, equivale a la emisión de un nuevo valor que se sustituye por el anterior. Asimismo, se ha determinado que la distribución de acciones como dividendos no constituye una venta de valores y lo mismo ha sucedido con intercambios voluntarios de valores³⁰.

El concepto de oferta o venta, localmente, no se encuentra definido por la LMV, por lo que para su conceptualización se debe recurrir a la legislación común aplicable. Además, se debe tener presente que, sin perjuicio de contener el artículo 65 de la LMV algunas prohibiciones que pudieran ser vistas como normas destinadas a impedir cierto nivel de condicionamiento del mercado, ellas son bastante restringidas en su objetivo, por lo que entre nosotros es muy común que los emisores informen con mucha anticipación a la prensa su intención de efectuar emisiones de valores de oferta pública³¹.

²⁸ REVES v. ERNST & YOUNG, 494 U.S. 56 (1990).

²⁹ Art. 3° LMV.

³⁰ James D. COX, Thomas L. HAZEN, F. Hodge O'NEAL: Corporations, Vol. III, p. 27.43 (New York, 2000).

³¹ En este sentido, la N.C.G. N° 30 de la SVS —en lo que respecta a acciones— establece la prohibición de efectuar publicidad respecto de una emisión antes que ella haya sido inscrita en el Registro de Valores. “salvo que se haga expresa mención en ella de que los valores no pueden ser aún vendidos o colocados y que están sujetos a la inscripción en el Registro referido”. Es decir, se puede efectuar publicidad cumpliendo solo un requisito de información formal.

7. *Norma general antifraudes 10b-5*

La disposición antifraudes con aplicación más amplia en materia de valores, puesto que abarca cualquier tipo de valor y operación privada o pública, es la Regla 10b-5 de la SEC, dictada al amparo de la sección 10(b) de la 34' Act, la que le da autoridad para definir conductas que ocurran "en relación con la compra o venta de cualquier valor" que deberían ser prohibidas por "manipulativas o engañosas". La norma requiere de algún tipo de fraude, engaño u omisión que produzca tal efecto, no es suficiente la negligencia; dicho fraude debe ser de un hecho no de una opinión; debe ser material —es decir, existir una presunción material que un inversionista razonable debería considerar el hecho de importancia en la decisión de inversión—; el inversionista debe haber creído en la falsa representación siendo ella un elemento importante de su decisión; y por último, el engaño debe ser "en relación con" la compra o venta de un valor, lo que le ha dado a la norma una aplicación amplísima, pues se ha fallado que ella lo único que exige al demandado, quien no necesariamente debe ser vendedor o comprador de valores, es que haya utilizado un medio que tenga el efecto de hacer que un inversionista razonable se base en él para comprar o vender valores³².

La SEC ha hecho ilegales, en virtud de esta norma, los fraudes, las conductas que operan como fraudes y las falsedades u omisiones materiales en relación con la compra o venta de cualquier tipo de valor. Respecto de las omisiones, la regla solo cubre aquellas que fueron necesarias para no hacer las informaciones engañosas. Así, la regla no sanciona el silencio, salvo que exista un deber independiente de hablar. Pero si se elige hablar, se debe ser veraz y entregar la información suficiente.

La norma ha tenido una utilización amplísima, entre otras, ha servido de base para alegaciones de fraudes por compradores o vendedores, para atacar engaños materiales efectuados por emisores y también como principal herramienta para combatir operaciones en valores sobre la base de información material no públicamente disponible (uso de información privilegiada)³³. Se concede tanto acción pública como privada para exigir su cumplimiento, y puede ser objeto de acciones individuales o colectivas como las "acciones de clase". Por ello, ha tenido un rol relevante en asegurar el flujo de información respecto de los emisores al público inversionista.

Localmente existen varias normas que pudieran ser utilizadas con propósitos similares a la referida 10b-5. La más importante de ellas, por su amplia aplicación pues abarca todo tipo de valores y transacciones, y por sus graves consecuencias, pues puede traer aparejada responsabilidad civil, administrativa y criminal, es la contemplada en el artículo 53 inciso 2° de la LMV que señala: "Ninguna persona podrá efectuar transacciones o inducir o intentar inducir a la compra o venta de valores, regidos o no por esta ley, por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento". Además, en el caso de valores de oferta pública, se debe tener especialmente en cuenta la norma general de responsabilidad civil de los emisores y sus administradores, contemplada en el artículo 55 de la LMV, las facultades sancionatorias administrativas contempladas en los artículos 27, 28 y 29 de la Ley Orgánica de la SVS³⁴, y algunas de las normas penales contempladas en el artículo 59 y 61 de la LMV. Ello, sin perjuicio de los fraudes que se pueden cometer utilizando información privilegiada, los que se encuentran especialmente sancionados en el Título XXI y en el artículo 60 de la LMV. En materia de valores de oferta privada, pudiera intentarse, además, aplicar las normas generales de la compraventa civil o mercantil y las normas contempladas en el Código Penal relativas estafas y otros engaños. No obstante todo el catastro de posibles responsabilidades, es muy poco común que se interpongan acciones en contra de los

³² James D. COX y otros, *Securities Regulation*, p. 681-693.

³³ La Regulación FD de la SEC, al intentar disminuir las asimetrías de información en el mercado, debiera tener algún impacto en el nivel de fraudes que se atacan por la regla 10b-5.

³⁴ D.L. 3.538.

infractores, probablemente por la falta de medios de los fiscalizadores y porque faltan entre nosotros los incentivos económicos –la ausencia de acciones de clase– para su uso. En aquel aspecto, la nueva reforma a la legislación de valores, materializada en la Ley N° 19.705³⁵, contempla un aumento de recursos para la SVS.

II. OFERTA PUBLICA DE VALORES

El concepto de oferta pública en los EUA se define a *contrario sensu* del concepto de oferta privada, por lo que lo desarrollaremos al referirnos a este último. Formalmente, entre nosotros, ocurre exactamente lo contrario, es decir, la LMV en su artículo 4° señala lo que debe entenderse por oferta pública, pero el concepto es tan amplio que necesariamente está asociado al concepto de oferta privada.

1. *Proceso de Registro y las prohibiciones de la Sección 5 de la 33' Act*

La sección 5 de la 33' Act implícitamente divide el proceso de *underwriting* o distribución de los valores en tres etapas –el período previo a la presentación de la solicitud, el período de espera y el período posterior a la inscripción de los valores– y establece reglas que regulan las ofertas y ventas de valores durante cada período³⁶.

1.1. Período previo

Antes de que una solicitud de registro sea presentada ante la SEC, es ilegal para los emisores, *underwriters*, y/o para otros intermediarios comprar u ofrecer comprar o vender u ofrecer vender los valores de dicho emisor, estando solo exceptuados de estas restricciones, los acuerdos entre el emisor y su *underwriter*. En este período el principal riesgo es que cierta información diseminada en el mercado pueda ser considerada una oferta, puesto que la norma prohíbe que se pueda entregar información con la capacidad de “condicionar el mercado” para un determinado emisor. Por esta razón, por ejemplo, comunicados de prensa pueden violar la prohibición, salvo que se realicen en el normal curso de los negocios. Así también, la SEC ha permitido a los *underwriters* e intermediarios continuar con sus negocios habituales, tales como publicar documentos de análisis de mercados y valores, siempre que ellos no cambien su contenido como parte del plan de distribución de los valores.

1.2. Período de espera

Durante este período las ventas no están todavía permitidas, pero los *underwriters* pueden acordar con los intermediarios la asesoría en la venta a clientes minoristas. Además, los *underwriters* e intermediarios pueden también solicitar ofertas para la compra usando ciertos tipos de información, de modo que cuando los valores sean registrados estos podrán ser vendidos muy rápidamente. Durante el período de espera los valores pueden ser ofertados a través de ofertas verbales, por avisos o *tombstones*, prospectos preliminares y prospectos resumidos, pero siempre teniendo en consideración que ninguna oferta puede ser aceptada antes de la aceptación del registro. Sin perjuicio que, en estricto rigor durante esta etapa, no es necesaria la distribución de un prospecto preliminar, como una práctica la SEC fuerza la distribución de tal tipo de prospecto rehusando acelerar el día en que hace efectivo el registro –lo que podría implicar una espera de 20 días desde su aprobación– salvo que el prospecto preliminar haya sido previamente distribuido.

³⁵ Publicada en el Diario Oficial de fecha 20 de diciembre de 2000.

³⁶ James D. COX y otros, *Securities Regulation*, p. 276-305.

1.3. Período posterior a la inscripción

Una vez que la solicitud de registro es declarada efectiva por la SEC, pueden comenzar las ventas. La regulación en esta etapa está dirigida a lograr que todos los compradores reciban una copia del prospecto definitivo. Por dicha razón, en este período se permiten las ofertas en cualquier forma, siempre que ellas sean acompañadas o precedidas de un prospecto definitivo. Asimismo, se puede entregar documentación de venta complementaria, confirmaciones escritas de venta, y los valores pueden ser entregados siempre que ellos sean acompañados o precedidos de un prospecto definitivo; en todo caso la obligación de entregar el prospecto termina una vez transcurridos 40 días, o 90 en el caso de una oferta inicial, desde el inicio de las ventas. Sin embargo, es necesario señalar que la norma tiene un cierto vacío puesto que permite las ventas personales o por teléfono sin necesidad de entregar previamente un prospecto, simplemente si este es enviado antes o simultáneamente al envío posterior de una confirmación escrita o de los valores.

Nuestra LMV impone la obligación de inscribir al emisor y sus valores, en forma previa a ofertarlos públicamente. La infracción a esa obligación trae aparejada responsabilidad civil, administrativa y penal. El artículo 65 de la LMV fija las conductas de promoción permitidas durante una emisión de valores. Dicha norma es bastante más permisiva que las norteamericanas, colocando solo como restricciones el hecho que tal promoción no puede ser engañosa y los materiales respectivos deben contener la totalidad de la información que la SVS determine y no podrán difundirse si no hubieran sido previamente remitidos a la SVS. Esta entidad, sin embargo, ha establecido, por medio de la N.C.G. N° 30, que: (i) por regla general no puede hacerse promoción antes del registro de los valores, salvo que expresamente se diga que los valores no pueden ser aún vendidos o colocados y que están sujetos a inscripción; (ii) siempre se deberá indicar el lugar donde pueda obtenerse copia del prospecto respectivo; y (iii) el emisor y los colocadores deben tener a disposición del público información respecto de los emisores, de los valores ofrecidos y de la oferta.

2. *El Paquete Básico de Información de la Solicitud de Registro*

Como sabemos, antes de efectuar cualquier tipo de oferta pública de valores se debe presentar una solicitud de registro de ellos ante la SEC, cuyo propósito es comunicar a los potenciales inversionistas todos los hechos materiales relativos a los valores. El prospecto, una de las partes de la solicitud, contiene la información más importante que se proporciona a los inversionistas y a la autoridad.

La SEC ha adoptado un set de formularios para el registro de valores, siendo los más importantes y utilizados los denominados S-3, S-2 y S-1. El formulario S-3 exige la menor cantidad de información a comunicar y permite la incorporación por referencia de los informes presentados por el emisor en cumplimiento de la 34' Act. Este formulario puede ser utilizado solamente por emisores que han estado presentando informes oportunamente según la 34' Act por al menos 12 meses y reúnen ciertos estándares de estabilidad financiera. El formulario S-2 permite a los emisores incorporar una parte de la información reportada en cumplimiento de la 34' Act y, por último, el formulario S-1, permite la menor cantidad de incorporación por referencia de la información y es el formulario de uso general para emisores que no califiquen para utilizar los otros formularios.

Con respecto al contenido de la solicitud, y sin perjuicio del propósito final de esta, la SEC tiene amplia autoridad para determinar qué información se considera material y en consecuencia debe ser incluida en la solicitud. Por ello la SEC ha establecido el sistema de formularios, lo cual no libera al emisor de la obligación de incluir toda aquella información adicional necesaria para que la solicitud, como un todo, no sea engañosa o incompleta.

Dentro de la información que debe ser incluida en la solicitud de registro se encuentra:

- (i) La historia del emisor, de sus negocios y administración;
- (ii) El desempeño financiero y los estados financieros auditados;
- (iii) El análisis y los comentarios de la administración respecto del emisor;
- (iv) El uso de los fondos que se recauden;
- (v) Los acuerdos alcanzados con los *underwriters*;
- (vi) Una descripción de la estructura financiera y de los valores que se emiten;
- (vii) Hechos que puedan afectar el precio de los valores: la diferencia entre el valor libro y el precio de oferta; los elementos usados para determinar el precio cuando se trata de un emisor nuevo; posibles restricciones contractuales a la distribución de dividendos;
- (viii) Hechos que pueden hacer a los valores de alto riesgo: ausencia de una historia operativa o de utilidades; condiciones competitivas de la industria, la dependencia del emisor respecto de un solo producto;
- (ix) La denominada información *soft* o relativa a proyecciones de ingresos, utilidades, planes de expansión, etc. Considerando que esta información u opiniones provienen de análisis subjetivos y de juicio, y por lo tanto pudiera ser altamente riesgoso entregarla, la SEC ha emitido una *safe harbor rule*³⁷ que protege de los errores en estas proyecciones si ellas se realizan de buena fe y con una base razonable³⁸.

Localmente, la LMV en su artículo 8° también ha entregado a la SVS la facultad de establecer el contenido de la información exigida³⁹. Dicho contenido ha sido establecido por la N.C.G. N° 30, la cual establece que la solicitud de inscripción del emisor debe contener antecedentes generales, económicos y financieros, hechos esenciales y otros antecedentes complementarios tanto del emisor como de sus filiales y coligadas. La SVS ha establecido un formulario para la presentación de la información, la denominada comúnmente FECU, en la cual se deben contener los estados financieros auditados anuales individuales y consolidados en forma comparativa con el año anterior. Además, debe contenerse un análisis claro y preciso, por parte del gerente general, de la situación financiera del emisor, estando ella fundamentalmente enfocada a señalar razones financieras y posibles diferencias entre valores libro, económico y/o de mercado de los principales activos. Con respecto a la inscripción de acciones, la solicitud está fundamentalmente materializada en el prospecto, cuyos contenidos más importantes son: (i) la identidad del emisor y sus negocios, su grado de concentración propietaria, la existencia o no de un controlador; (ii) las características de la emisión y el destino de los fondos; (iii) dos clasificaciones de riesgo; (iv) los intermediarios participando en la colocación, los acuerdos alcanzados y la modalidad que se utilizará; (v) una leyenda señalando que la información contenida es de exclusiva responsabilidad del emisor y de los agentes colocadores; y (vi) una declaración de la administración en relación a la veracidad de la información proporcionada y la no cesación de pagos. Como vemos, al menos en lo formal, ambos sistemas, el norteamericano y el local, son bastante similares en sus exigencias de información; probablemente la diferencia radica en la calidad de ella; por ejemplo, en un aspecto puntual, la “discusión o análisis de la administración”, podemos apreciar en la realidad notables diferencias.

Las principales críticas que se hacen a la SEC respecto de sus políticas relativas a los requerimientos de información que deben cumplir los emisores –las que pudieran ser perfectamente aplicables al sistema local– son las siguientes:

³⁷ Así se denomina a aquellas regulaciones dictadas por la SEC –en algunos casos, el propio legislador las ha incluido por vía de reformas legales– con el propósito de dar certeza a los agentes en el mercado, con respecto al contenido de una norma legal. De modo que, al revisarse las condiciones de la regulación, el agente tiene seguridad de encontrarse dentro del marco de la norma legal respectiva.

³⁸ Section 27A, 33' Act y Section 21 E, 34' Act. Rule 175, 17 C.F.R. 230.175 (1994).

³⁹ En esta materia, la reforma al art. 8° LMV (Ley N° 19.705) contempla una flexibilización del sistema de información, por parte de la SVS, para determinados emisores en función de ciertas características de estos. En tales casos la autoridad podrá requerir menor información y también circunscribir la transacción de sus valores a mercados especiales y a grupos de inversionistas que determine.

- (i) Se dice que la SEC ha puesto énfasis en la entrega de las “malas noticias” por parte del emisor, de modo de evitar posibles responsabilidades bajo la 33’ Act derivadas de interpretaciones erradas, lo que impide tener una visión más completa de aquel con todas sus fortalezas y debilidades. De este modo, se señala, en las solicitudes falta mucha información que es relevante para tomar una decisión de inversión inteligente y, considerando que dichas solicitudes son generalmente pesimistas, ellas han dejado de ser un instrumento que pueda ser considerado seriamente por los inversionistas;⁴⁰ y
- (ii) Dada la complejidad de la información que se requiere entregar y la forma en que esta debe ser presentada, ella se hace casi imposible de comprender por un inversionista promedio, por lo que se sugiere que la solicitud debería ser preparada en un formato y con la información que requieren los inversionistas sofisticados o los analistas expertos en valores, pues es realmente a estos a quienes acuden los inversionistas por asesoría. Así se terminaría con la situación actual, en que la información no es eficiente para unos ni para otros⁴¹.

3. Las ofertas de emisores extranjeros

Previamente debemos señalar que las leyes de valores norteamericanas tienen una pretensión de alcance extraterritorial amplísima, puesto que estas se aplican en caso de transacciones interestatales o en que se utilizan facilidades de comercio interestatal, como el correo y el teléfono, y dichas leyes definen “interestatal” como comprensivo de las operaciones comerciales entre cualquier país y los EUA. El problema que generalmente se produce con esta extraterritorialidad respecto de la materia, es determinar si existen o no fundamentos para adjudicarse competencia sobre las personas envueltas en la operación, y ello muchas veces se resuelve en función del posible interés que puedan tener los denominados “US Residents” en una particular operación.

En relación con las obligaciones de inscripción de la 33’ Act es necesario tener presente que, como principio básico, las ofertas que tienen lugar en los EUA deben cumplir con las disposiciones de dicha ley, independientemente de la nacionalidad del emisor. Por el contrario, las ofertas realizadas fuera de los EUA no deben ser registradas ante la SEC, independientemente de la nacionalidad del emisor. El conflicto puede producirse respecto de ofertas realizadas en el exterior a inversionistas localizados allí, los cuales rápidamente puedan revenderlos a residentes en los EUA. Para aclarar algunas de estas cuestiones, la SEC dictó en 1990 la Regulación S, la que permite la oferta en el exterior de valores por emisores norteamericanos o extranjeros y que, en una segunda etapa, dichos valores puedan ser revendidos a “QIBs”, esto es, compradores institucionales cualificados⁴² residentes en EUA, al amparo de la regla 144A.

En relación con la oferta realizada en EUA por emisores extranjeros para su registro ante la SEC, se distingue entre los emisores soberanos y los privados. Para estos últimos, la SEC ha adoptado los formularios F-1, F-2 y F-3, los cuales son comparables a los formularios S-1, S-2 y S-3 requeridos para los emisores locales, dependiendo fundamentalmente del tiempo que se lleva como *reporting company* y de la estabilidad de su posición financiera. Probablemente uno de los requisitos más difíciles de cumplir para un emisor extranjero es el que sus estados financieros sean reconciliados con los principios de contabilidad generalmente aceptados en EUA (“US GAAP”) y con las normas de la propia SEC (Regulación S-X)⁴³.

⁴⁰ James D. COX, *Securities Regulation*, p. 250-256.

⁴¹ Id.

⁴² Se trata de inversionistas institucionales —compañías de seguro, de inversión, fondos de retiro, bancos, intermediarios de valores y otros— con discrecionalidad para invertir al menos US\$ 100 millones.

⁴³ Hay dos métodos de reconciliación de la contabilidad: (i) Completa, en la cual esencialmente todos los datos (incluyendo datos relativos a segmentos de la industria y geográficos) deben ser reconciliados, no siendo necesaria para los informes de la 34’ Act, es requerida para las solicitudes de registro; y (ii) De ítemes de resultados, en que solo se requiere la reconciliación del balance y del estado de resultados.

Lo anterior, no obsta a la posibilidad de utilización del sistema de "American Depositary Receipts" ("ADRs") —que se usa en EUA desde los años 20 y que ha permitido evitar una aplicación extensa de la 33' Act—; sin perjuicio que tanto el emisor como el banco depositario están obligados a firmar y registrar el formulario F-6⁴⁴. Además, el emisor extranjero debe cumplir con las obligaciones de información continua de acuerdo a la 34' Act, salvo que se trate de emisores con programas de ADRs anteriores al año 1983, fecha de establecimiento del formulario F-6.

Respecto de las obligaciones de información continua de la generalidad de los emisores extranjeros, en virtud de la 34' Act, aparentemente no existirían diferencias en dichas obligaciones en las compañías que califiquen como *reporting companies*. Sin embargo, la SEC, en virtud de la Regla 12g 3-2(b), ha dispuesto que tales emisores están exentos de registro si presentan a la SEC toda la información que ellos hacen pública en el extranjero y sus valores no son transados en una bolsa de valores en los EUA ni listados en NASDAQ. Los emisores no exentos de registro deben presentar el formulario anual F-20, el cual es muy similar al formulario doméstico 10-k, y no requiere ser reconciliado con GAAP; no deben presentar informes trimestrales, pero están obligados a presentar el formulario 6-K en caso que hayan hecho pública en el exterior información material⁴⁵.

Entre nosotros, acaba de hacer su estreno la Ley N° 19.601 que añadió un nuevo Título XXIV a la LMV, relativo a la oferta pública de valores extranjeros o de certificados representativos de estos (los "CDV") en el país⁴⁶, imponiendo su inscripción en el denominado "Registro de Valores Extranjeros". La inscripción solo se permite a emisores que están inscritos en la entidad supervisora de su país de origen o de otro país en donde se transen efectivamente sus valores. La ley establece que la SVS tendrá la facultad de establecer la información legal, económica, financiera, contable y administrativa que el emisor debe proporcionar para proceder a la inscripción y oferta pública de sus valores. La SVS por la N.C.G. N° 82 ha establecido los requisitos de información para la inscripción de valores extranjeros. Entre algunos de ellos podemos mencionar: (i) la necesidad de que dichos antecedentes se presenten en el idioma del emisor con una traducción al español; (ii) la información financiera debe presentarse en su equivalencia en dólares de los EUA y ser auditada por auditores externos independientes de prestigio internacional; (iii) los parámetros contables que se utilicen deberán ser aquellos indicados por el órgano regulador del emisor en su país de origen o donde se transen sus valores; y (iv) se debe proporcionar información completa respecto de los hechos esenciales acontecidos durante el último año. Respecto de las obligaciones de información continua de los emisores extranjeros, el principio es que dichos emisores están obligados a proporcionar a la SVS y a las bolsas similar información a la que están obligados en su país de origen o en el mercado donde se transan y con la periodicidad, publicidad y en la forma que se exige en dichos países; pero además, estarán obligados a proporcionar estados financieros anuales, individuales y consolidados auditados e interinos con una periodicidad mínima de 6 meses; deberán informar de cualquier hecho esencial en el momento que ocurra; y por último, deberán enviar información adicional no periódica muy similar a la que se exige a los emisores locales. Cualquier nueva inscripción de valores, del mismo emisor extranjero, amerita la preparación de un nuevo prospecto. Todo lo anterior, sin embargo puede verse

⁴⁴ Existen tres alternativas para los programas de ADRs: (i) Comercialización OTC (no NASDAQ) para efectos de la 33' Act se utiliza el F-6, y de la 34' Act la regla 12g3-2(b); (ii) Bolsa de Valores o inscripción en NASDAQ, para efectos de la 33' Act se utiliza el F-6, y de la 34' Act el F-20; y (iii) Oferta Pública con inscripción, para efectos de la 33' Act se utiliza el F-1/2 o 3, y de la 34' Act el F-20.

⁴⁵ Sin embargo, debe tenerse presente que la norma general antifraudes norteamericana, la Regla 10b-5, se aplica a los emisores extranjeros.

⁴⁶ En esta materia, la reforma al art. 183 de la Ley N° 18.045 (Ley N° 19.705) señala que se entenderán comprendidos dentro del concepto de valores extranjeros, los certificados de depósito representativos de valores chilenos, emitidos en el país o en el extranjero.

simplificado en el caso contemplado en el artículo 189 de la LMV, tratándose de valores extranjeros o CDV destinados a su transacción en mercados especiales en que participen los grupos de inversionistas que la SVS determine⁴⁷.

4. *Responsabilidad por la violación de la 33' Act*

La 33' Act contiene tres secciones que prohíben el fraude y los engaños en relación a las obligaciones que impone la sección 5 de la ley: las secciones 11, 12 y 17. Las dos primeras crean una acción privada, mientras que la última es una disposición antifraudes más general utilizada principalmente por la SEC y el Departamento de Justicia en acciones criminales.

La sección 11 de la 33' Act impone responsabilidad civil a las personas que prepararon y firmaron una solicitud de registro materialmente falsa, por lo que es solo aplicable a las ofertas registradas. Esta es la más amplia de las normas antifraudes, puesto que los compradores afectados solo necesitan probar que ellos compraron los valores y su respectiva solicitud de registro era materialmente falsa; no necesitan probar que la causa de su perjuicio es dicha falsedad.

La norma contiene dos estándares distintos de responsabilidad, dependiendo de quien sea el responsable. Si se trata del emisor, este es objetivamente responsable, una vez que el comprador afectado prueba los dos hechos antes referidos. Las tres únicas posibles defensas del emisor son: (i) que el comprador sabía que la solicitud contenía hechos falsos; (ii) que la falsedad no es material; o (iii) que la acción se encuentra prescrita.

El segundo estándar se aplica a todos aquellos distintos del emisor. Ellos pueden utilizar dos grupos de defensas: en primer lugar, pueden renunciar a su cargo o tomar todos los pasos conducentes a ello y comunicar al emisor y a la SEC la causa de su renuncia y, en segundo lugar –siendo esta la defensa más usada– el acusado puede demostrar que después de una investigación razonable tenía una base fundada para creer y de hecho creyó que la solicitud de registro no era falsa o engañosa en algún aspecto material. Por ello esta defensa ha sido denominada de la “diligencia debida” y la “investigación razonable”.

Por su parte, la sección 12 de la 33' Act impone responsabilidad en dos contextos: (i) cuando una persona vende valores en violación de la sección 5; pudiendo ser utilizada, por ejemplo, cada vez que se vende un valor no registrado no existiendo una excepción, o (ii) cuando un valor es vendido por medio de un prospecto o comunicación oral que contiene una falsedad u omisión material. A diferencia de la sección 11, la sección 12 se aplica a cualquier tipo de operación, sea que esté o no sujeta a las normas sobre registro de la 33' Act. Uno de los temas más discutibles, dado el texto de la norma, es la determinación de quién es considerado vendedor, puesto que se requiere prácticamente de una relación directa con el comprador, por ello generalmente los emisores y los *underwriters* no son considerados vendedores y sí lo son los intermediarios que negocian directamente con el inversionista comprador.

Por último, la sección 17 de la 33' Act que se aplica a valores registrados o no, impone responsabilidad criminal por dos conductas. La primera, prohíbe el fraude, las falsedades y omisiones materiales de hechos en relación con la oferta de venta y venta de valores, pero no abarca posibles fraudes de un comprador sino solo del vendedor, por lo que su ámbito de aplicación es inferior a la regla 10b-5. La segunda, prohíbe distribuir información acerca de un valor (por ejemplo, las recomendaciones de un diario financiero) sin informar al público respecto de cualquier pago que se esté recibiendo, directa o indirectamente, en relación con la venta de ese valor.

⁴⁷ Considerar también la posible aplicación –reuniéndose las condiciones respectivas– de la N.C.G. N° 99 de la SVS en el caso de emisores extranjeros. Dicha norma se explicará en la sección relativa a ofertas privadas de valores.

Por otra parte, la Circular N° 1.493 de la SVS, que reguló como actividad complementaria de los intermediarios de valores la actividad de vínculos o *links* con intermediarios extranjeros, en la compra y venta de valores extranjeros en mercados de valores extranjeros, es una forma en que los residentes locales pueden acceder a dichos mercados, sin que dicha oferta y adquisición de los valores extranjeros a través del *link* sea considerada –si se cumplen las condiciones de la norma– una oferta pública de los mismos en Chile.

Nuestra norma local establece reglas muy claras y precisas respecto de la responsabilidad del emisor, su administración, los expertos y distintas personas en relación con diferentes conductas relativas a una oferta pública de valores. Así, se sanciona criminalmente, en el artículo 59 letra (a) a cualquiera que de manera maliciosa proporcione antecedentes falsos o certifique hechos falsos a la SVS, a una bolsa o al público en general, con respecto a materias de la LMV; en la letra (d) a los contadores y auditores que dictaminen falsamente sobre la situación financiera de un emisor sujeto a obligación de registro; en la letra (e) a los que infrinjan la regla general de responsabilidad en las transacciones –públicas o privadas– contemplada en el artículo 53 de la LMV; y en la letra (f) a los administradores de un emisor de valores de oferta pública que efectúen declaraciones maliciosamente falsas en diversos documentos relativos a la emisión, en diversas declaraciones o en las noticias o propaganda que efectúen en relación a esta. Por otra parte, el artículo 60 letra (a) de la ley, sanciona criminalmente a aquel que efectúe una oferta pública de valores sin cumplir con los requisitos de inscripción establecidos.

5. *Obligaciones de información continua de acuerdo a la 34' Act*

Como ya hemos señalado, los emisores de valores son regulados independientemente por la 33' y la 34' Act. Ambas leyes tienen sistemas y requerimientos de registros separados y distintos, y el registro de valores en cumplimiento de la 34' Act genera la obligación de proporcionar información en forma continua. A pesar que la generalidad de las normas de la 34' se aplican solo a las compañías registradas, hay dos notables excepciones, que tienen aplicación general: la sección 10(b) y la consiguiente regla 10b-5⁴⁸, y las reglas antifraudes en procesos de ofertas públicas de adquisición de acciones de la sección 14(e).

La SEC en el inicio de los 80 adoptó el proceso denominado de “información o *disclosure* integrado” por el cual ciertas compañías, en el proceso de registro de valores, podían cumplir muchas de las exigencias de información de la 33' Act, incorporando en el documento de registro información contenida en los documentos presentados en virtud de la 34' Act. Este proceso fue una primera etapa en el camino a facilitar el cumplimiento de regímenes de información complementarios. Posteriormente, en 1996, se formó un Comité Gubernamental que propuso un sistema de registro para emisores, el cual, si se adopta, puede reducir de forma considerable el tiempo y costo que demanda la inscripción de valores, por cuanto, si bien el sistema de información integrado facilita las cosas, siempre es necesario presentar un documento de registro de valores ante la SEC, para cualquier nueva venta pública de valores. En cambio, este nuevo sistema puede permitir a los emisores registrados vender sus valores en cualquier momento, con el único requisito que sus informes, de acuerdo a la 34' Act, se encuentren vigentes.

Como antes hemos señalado, el registro de valores, de acuerdo a la 34' Act, trae aparejada la obligación de entrega de información continua. Entre esta, las más importantes son, además de cualquier solicitud de registro de valores ante la SEC (*registration statement*): (i) el reporte anual (Form 10-k) en el cual se deben incluir una descripción extensiva de los negocios de la compañía, estados financieros anuales auditados, y una discusión y análisis de la administración respecto de la posición y desempeño de la compañía; (ii) los informes trimestrales (Form 10-Q), los cuales incluyen estados financieros trimestrales no auditados y el análisis de la administración respecto de las operaciones financieras y condición de la compañía; por último, (iii) el Formulario 8-K, el cual debe ser entregado dentro de los 5 a 15 días de ocurrido algunos de los eventos de relevancia contemplados en el formulario: un cambio en el control, la adquisición o disposición de monto significativo de los activos, el inicio de procedimientos concursales, un cambio en los auditores, o la renuncia de un director en una disputa sobre políticas de administración.

⁴⁸ Situación similar es la contemplada en el inciso 2° del Art. 53 de la LMV.

Por último, es necesario considerar que a las compañías registradas les resultan aplicables las normas respecto del requerimiento público de poderes para participar en juntas de accionistas (las denominadas *proxy rules*), y aquellas que exigen información de todo tercero que intente adquirir más del 5% de cualquier clase de valores registrados, ya sea en una compra o en un proceso de oferta pública de adquisición (“Williams Act”).

Como señaláramos en relación a la norma local de obligación de información continua para los emisores inscritos en el registro de valores, esta obligación se contempla en el artículo 9° de la LMV –la comunicación de hechos esenciales– y en el artículo 10° de la misma ley, aquella información que establezca la SVS, la que se podría resumir –sin considerar muchas normas particulares sobre ciertas materias específicas– como las FECUs trimestrales con estados financieros no auditados y la anual con estados financieros, individuales y consolidados, auditados acompañada de la memoria⁴⁹. Además, se deben informar y publicar, en algunos casos, ciertos eventos particulares de los emisores. Ello debe complementarse, con las obligaciones que contempla la Ley N° 18.046 en relación con la publicación de estados financieros de las sociedades anónimas abiertas⁵⁰.

III. OFERTA PRIVADA DE VALORES

Las ofertas privadas de valores, principalmente de deuda, constituyen una porción importante de las emisiones en los EUA. Las causas son variadas, pero sin duda los costos y las responsabilidades asociadas al proceso de registro significan fuertes incentivos para esta modalidad. Entre nosotros, estas emisiones son importantes en el caso de las acciones, por la calidad de cerradas de muchas de nuestras sociedades anónimas y probablemente no lo son tanto en el caso de instrumentos de deuda, por cuanto los inversionistas institucionales tienen restricciones para su adquisición y probablemente no se aprecian como tan importantes las responsabilidades asociadas a la inscripción.

1. *Concepto*

La exigencia de registro de la sección 5 de la 33 Act’ se aplica solo a las ofertas públicas de valores. En consecuencia, aquellas ofertas que tienen el carácter de privadas se encuentran exentas de registro y así lo dispone la sección 4 (2) de la ley. Determinar cuándo una oferta es privada, y en consecuencia no es pública, es una cuestión compleja por lo que la SEC adoptó una regla interpretativa (de las llamadas *safe harbor rules*), número 506 que es parte de la Regulación D –que a continuación analizaremos–, que determina los requisitos que deben concurrir en tales ofertas privadas. Ello, sin perjuicio de la interpretación que han hecho los tribunales respecto de los requisitos que deben concurrir, para poder aplicar directamente la excepción legal.

Determinar si una oferta es privada o pública es una cuestión de hecho, cuyos elementos deben ser probados por aquel que alega la excepción. Entre los elementos que deben concurrir para configurar una oferta privada, los tribunales han establecido los siguientes⁵¹:

⁴⁹ Dichas obligaciones, como hemos señalado, dada la reforma al art. 8° de la LMV introducida por la Ley de OPAs (Ley N° 19.705), se podrían ver reducidas para ciertos tipos de emisores. Así también podrá suceder para aquellas sociedades anónimas abiertas que no hagan oferta pública de sus valores o que esta sea irrelevante para el mercado de valores, según lo contempla el nuevo texto del art. 2° de la LSA.

⁵⁰ Art. LSA 76.

⁵¹ *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953); *Doran v. Petroleum Management Corp.*, 545 F.2d 893 (5th Cir. 1977). En el caso *Ralston Purina* se trataba de una oferta dirigida a los trabajadores de una empresa, y el tribunal decidió que ese tipo de oferta constituía una oferta pública. Localmente, resulta interesante contrastar tal decisión con la posición contraria adoptada por la N.C.G. N° 99.

- (i) La necesidad por protección, esto es, si dadas las circunstancias de la oferta los potenciales compradores necesitaban de la protección que provee la normativa aplicable al registro de valores. Para responder esta pregunta se debe especialmente considerar el grado de sofisticación de las personas a las cuales se les están ofertando los valores: tienen el conocimiento suficiente como para hacer las preguntas adecuadas, requieren y obtienen la información necesaria para tomar una decisión de inversión inteligente, aprecian y asumen el riesgo de una inversión en valores, etc. Si las personas, a la luz de lo expuesto, son sofisticadas, la oferta será privada. De lo contrario, será pública.
- (ii) Acceso a información de la inversión, lo que implica que el inversionista, sin perjuicio de ser sofisticado, debe tener acceso a toda la información material para tomar su decisión de inversión. Por ejemplo, debe tener acceso a información similar a aquella que debería incluirse en una solicitud de registro y, en este sentido, una estrecha relación entre los inversionistas y el emisor y sus administradores contribuye a permitir dicho acceso. En todo caso, algunas cortes han fallado que la sola posibilidad de acceso a la información no es suficiente y que se requiere que el emisor realmente distribuya la información necesaria entre los receptores de la oferta⁵².
- (iii) Número de receptores de la oferta, puesto que el concepto de oferta privada parece implicar que el número de personas a que se dirige debe ser reducido. La Corte Suprema norteamericana no ha dado mayor importancia a este elemento, pero las cortes inferiores y la SEC han señalado reiteradamente que un número importante de ofertados supone la existencia de una oferta pública y, en consecuencia, la necesidad de registro, independientemente de la sofisticación o el nivel de información que se les proporcione. En todo caso, lo relevante es el número de personas a las que se les ofrezcan los valores y no los que en definitiva los adquieran.
- (iv) Apariencia de oferta pública, se han considerado como elementos para destruir la exención de oferta privada, algunos que hacen que la oferta luzca como una oferta pública, entre ellos: el monto de la oferta, mientras mayor la emisión, mayor el parecido; atributos de comercialización de los valores, por ejemplo, porque son emitidos en bajas denominaciones; nivel de dispersión de las personas recibiendo la oferta; y la forma o medio a través de los cuales la oferta es realizada, por ejemplo, una oferta hecha en un aviso público será considerada una oferta pública.

Localmente podríamos señalar que una interpretación a *contrario sensu* del artículo 4° de la LMV, que señala lo que debe entenderse por oferta pública, debiera entregarnos luces respecto del concepto de oferta privada. Pero la norma, al señalar que aquella es la dirigida “al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de este”, pareciera no ser muy iluminadora, sino solo entregar algunas ideas respecto de un cierto carácter masivo o de conjunto, que tendrían los destinatarios de una oferta considerada pública⁵³. En este sentido nos parece útil considerar el contenido de la N.C.G. N° 21 de la SVS que, si bien se refiere a la exención de inscripción de determinadas ofertas públicas, puede aportar algunos elementos de análisis respecto del concepto de oferta privada. Dicha norma exige de inscripción a la oferta pública de acciones de sociedades anónimas cerradas en el caso que se reúnan los siguientes requisitos: (i) se trate de una distribución secundaria; (ii) debe ofertarse un paquete mayoritario de acciones, es decir, al menos el 10% del capital; y (iii) el lote mínimo a adjudicar debe ser no inferior al 1% del capital. Todo ello implica que los adquirentes no podrán ser muchos. Además, la norma impone ciertas medidas de publicidad respecto de la colocación, de la información legal y financiera mínima que debe publicarse y de una clara advertencia respecto de la falta de inscripción de los valores y su emisor.

⁵² Id. *Doran*.

⁵³ Para algunos se trataría de ofertas dirigidas a personas indeterminadas, de aquellas contempladas en el art. 105° del Código de Comercio y que generalmente son no vinculantes. En ese sentido, Alvaro PUELMA A., *Sociedades*, Tomo II, p. 407 (Ed. Jurídica, Stgo. 1996).

Por otra parte, la N.C.G. N° 99 que regula un caso particular de oferta privada de acciones, puede dar ciertas luces respecto del concepto de “público”. Según la norma, se considera oferta privada de acciones, aquella en que un emisor –nacional o extranjero– dirige una oferta de suscripción o adquisición de acciones de dicha entidad, o de sus sociedades filiales o coligadas, a los trabajadores o administradores de cualquiera de ellas, en el marco de políticas de incentivos laborales. La oferta, para ser considerada como privada, no puede ser realizada por sociedades anónimas abiertas locales o por sus filiales, debe ser primaria o de acciones en autocartera y directa –sin la participación de intermediarios–, y si producto de la colocación o de transferencias privadas posteriores las entidades emisoras pasaran a tener la calidad de sociedades anónimas abiertas, deberán cumplir con la obligación de registro respectiva. Por último, la norma contempla una importante restricción respecto de la reventa posterior de los valores, puesto que se prohíbe la existencia de una intención, por parte de los emisores, otras entidades relacionadas, y los destinatarios de la oferta, de crear un mercado secundario de oferta pública de las acciones. Nos parece que la norma, en cierta forma, se diferencia del concepto de oferta privada acuñado por la jurisprudencia norteamericana, que es más finalista –la ausencia de la necesidad de protección para el inversionista que le brinda la legislación de valores, a partir de la obligación de registro–, inclinándose por una conceptualización más formal de ella, a partir del concepto contrario a “público” basado en la existencia de determinadas relaciones previas⁵⁴. No obstante lo anterior, creemos que también pudieran ser útiles –para dilucidar la aplicación particular del concepto– ciertos elementos legales y jurisprudenciales norteamericanos, como el monto de la oferta, el número de ofertados, la publicidad que se utilice y la intención de redistribución.

2. Integración de Ofertas Privadas en Ofertas Públicas

Uno de los principales riesgos que corre un emisor de valores en una oferta privada es el que dos o más de sus ofertas sean tratadas por la SEC como una sola, debiendo pasar esta única oferta integrada el test antes referido, lo que puede hacerse muy difícil y traer como consecuencia la violación de las normas relativas a inscripción de los valores de oferta pública.

Este problema se produce porque estamos en presencia de una operación exenta y no un valor exento de registro, esto es, los valores no deben registrarse no por sus particulares características sino porque se ofertan en un tipo de operación que se encuentra exenta de registro. De este modo, si los mismos valores se ofertan de otra forma, deberán registrarse.

Para evitar el riesgo de integración han surgido, de las facultades interpretativas de la SEC, dos mecanismos alternativos: el test general de los cinco factores y varias *safe harbor rules* para cada una de las operaciones exentas de registro. En relación al primer test, la SEC ha señalado que los siguientes elementos se considerarán para determinar si una oferta será integrada con otras:

- (i) Si es parte de un plan único de financiamiento;
- (ii) Si envuelve la emisión del mismo tipo de valores;
- (iii) Si es hecha en aproximadamente la misma época;
- (iv) Si los valores serán pagados con la misma contraprestación;
- (v) Si las ofertas son hechas con el mismo propósito general.

⁵⁴ A la luz de los conceptos contemplados en esta normativa, puede no resultar fácil –desde un punto de vista conceptual– distinguir a aquellas ofertas privadas de las públicas –eximidas de ciertos requisitos del registro y de información posterior– cuando estas últimas se construyen a partir de la existencia de ciertos “mercados o inversionistas especiales”. En tales casos, la oferta privada y la oferta pública “atenuada” pueden encontrarse conceptualmente muy cerca, y la calificación como una u otra va a determinarse probablemente por la voluntad normativa de la SVS, de inclinarse por construir casos de ofertas privadas –como la norma analizada– o de ofertas públicas “atenuadas” para situaciones muy similares.

Por otra parte, la Regla 506 –la *safe harbor rule* para ofertas privadas– contiene sus propias normas que le aseguran a los emisores que sus ofertas no serán integradas por la SEC. Así, la Regla 502(a) señala que todas las ofertas y ventas que tienen lugar al menos seis meses antes del comienzo o seis meses después de la terminación de las ofertas aplicando la Regulación D, en tanto no haya ofertas y ventas de valores del mismo tipo dentro de dichos períodos de seis meses, no serán integradas. Asimismo, la Regla 152 contempla otra protección que señala que el emisor que realiza una oferta privada no perderá dicha exención si posteriormente realiza una oferta pública y/o presenta una solicitud de registro.

En nuestro caso, la integración claramente puede constituir una amenaza para varias ofertas privadas, porque dado que una característica distintiva pareciera ser el número de ofertados, la unión de dos o más de dichas ofertas pudiera hacerlas caer dentro de la definición general de oferta pública del artículo 4° de la LMV. En este sentido, la aplicación de un test similar a aquel de los cinco factores, pudiera –entre nosotros– ser de utilidad.

3. Regulación D - Regla 506

La regulación D fue adoptada por la SEC en 1982 con el propósito de facilitar las necesidades de formación de capital de las empresas pequeñas. Ella puede ser utilizada por emisores y no por controladores en distribuciones secundarias. Dentro de esta regulación se encuentra la regla 506 la que permite a los emisores, que cumplen con todos los requisitos normativos aplicables, que sus ofertas se consideren privadas y por lo tanto queden cubiertas por la exención de la sección 4(2) de la 33' Act.

Uno de los conceptos centrales de la regulación D es el de “inversionista calificado” o *accredited investor* que incluye ocho categorías de personas, entre los cuales se encuentran los inversionistas institucionales, las entidades con más de US\$5 millones en activos, los administradores del emisor, las personas naturales con más de US\$1 millón en activos o con un ingreso anual superior a los US \$ 200.000.-

Hay varias condiciones que se aplican a las ofertas y ventas efectuadas en virtud de la regla 506:

- (i) Integración, a la cual ya nos hemos referido;
- (ii) Exigencias de información. Aquí es necesario determinar, en primer lugar, cuándo es necesaria la entrega de información y ello sucede en el caso de ventas a inversionistas no calificados y, en segundo lugar, qué tipo de información debe ser proporcionada, debiendo en este caso distinguirse entre aquellos emisores que son o no *reporting company*, puesto que estos últimos pueden utilizar la mayor parte de la información que continuamente proveen a la SEC en cumplimiento de la 34' Act, en cambio los emisores que no se encuentran en esa categoría deben entregar información basada en los formularios utilizados para registrar valores de acuerdo a la 33' Act. En todo caso, todos los emisores deben, previamente a la venta, dar la oportunidad a los inversionistas de hacer las preguntas y obtener información adicional que el emisor pueda proporcionar con un costo y esfuerzo razonable;
- (iii) Respecto de la forma en que se realiza la oferta, se encuentra prohibido el uso de solicitudes de órdenes o propagandas generales;
- (iv) Dado que los valores vendidos al amparo de esta exención tienen, limitaciones a la reventa, el emisor debe ejercitar un cuidado razonable para asegurarse que los compradores no son intermediarios;
- (v) Una vez transcurridos 15 días desde la primera venta de los valores, el vendedor debe notificar a la SEC;
- (vi) Por último, y dada las características de “privada” de esta oferta, la regla impone un límite máximo en el número de inversionistas “no calificados” que pueden comprar los valores, un máximo de 35 personas. Además, impone una exigencia especial, estos inversionistas deben ser personas sofisticadas, entendiéndose por tales a aquellos com-

pradores, o sus asesores, que tienen tal conocimiento y experiencia en materias financieras y de negocios que son capaces de evaluar los méritos y riesgos de la inversión propuesta, o el emisor debe creer razonablemente que el comprador reúne estas características.

Entre nosotros parece interesante destacar, por el rol análogo que podrían cumplir, el artículo 189 de la LMV –para el caso de valores extranjeros– y una que se incorpora al artículo 8° de la LMV⁵⁵ –respecto de valores nacionales–, puesto que ambas disposiciones permiten⁵⁶ –aun tratándose de ofertas públicas de valores– un régimen simplificado de registro y de información continua. Dichas excepciones se constituyen a partir de “mercados especiales” y ciertos “grupos de inversionistas”, lo que puede implicar un ámbito de comercialización más limitado.

4. Restricciones en la reventa de valores adquiridos en ofertas privadas

Una distribución solo está concluida cuando los valores son adquiridos por aquellas personas que desean mantenerlos por un tiempo considerable. De modo que una persona que compra valores con la intención de revenderlos al público es un *underwriter* o intermediario, y si esta última venta tiene lugar sin registro de los valores, se genera una violación de las exigencias de registro. Así, la intención del primer comprador es clave para determinar si estamos en realidad frente a una oferta privada o no, y en consecuencia si una violación ha o no ocurrido. Los siguientes factores han sido considerados relevantes para determinar la intención del comprador al tiempo de su compra⁵⁷:

- (i) Si los compradores originales entregaron al emisor una carta indicando que ellos estaban comprando para propósitos de inversión en lugar de reventa;
- (ii) Mientras mayor el período de tiempo que los compradores mantuvieron los valores, mayor la posibilidad de establecer su intención de inversión. En algún momento la SEC consideró que un año era suficiente para mostrar intención de inversión, pero actualmente no tiene un criterio fijo;
- (iii) Si los valores incluyen una leyenda que señala que los valores no pueden ser revendidos sin la aprobación del abogado del emisor, quien debe determinar que la reventa no viola la ley.

Dada la incertidumbre en la determinación de la “intención de inversión” la SEC adoptó la Regla 144 que objetiviza el concepto, de modo que si se reúnen ciertos requisitos, los compradores de una oferta privada pueden, al amparo de esta *safe harbor rule*, revender sus valores sin violar la ley.

5. Regla 144

5.1. Ambito de Aplicación de la Regla

La regla se aplica a la enajenación de valores de reventa restringida o *restricted securities*. Ellos son: los valores adquiridos en una oferta privada del emisor o de un controlador; los valores adquiridos, entre otras, en virtud de la regla 506; y los valores vendidos bajo la Regla 144A. La regla también se aplica a la venta de valores por los controladores, a lo cual no nos referiremos.

⁵⁵ Ley N° 19.705.

⁵⁶ Sujetas, respectivamente, a su regulación por el Banco Central de Chile y por la SVS.

⁵⁷ James D. COX y otros, *Securities Regulation*, p. 390-391.

5.2. Requisitos de la Regla

- (i) Información pública adecuada respecto del emisor. Esto significa que se debe hacer públicamente disponible la misma información que se contiene en una solicitud de registro de valores. En el caso de las *reporting companies* ellas satisfacen automáticamente el requisito si lo han sido durante los 90 días anteriores a la venta. Los restantes emisores pueden registrarse de forma voluntaria o hacer públicamente disponible la información. En todo caso, este requisito no se aplica en los casos de venta de *restricted securities* por un no controlador si al menos han transcurrido tres años desde la adquisición de los valores del emisor o de un controlador;
- (ii) Limitación en el monto de los valores vendidos. Esta limitación no se aplica a las ventas de un no controlador en la misma situación señalada en el punto anterior. En caso contrario, el volumen permitido vender en un plazo cualquiera de tres meses no puede superar el mayor del 1% emitido de la clase de valores respectiva y el promedio semanal comercializado durante las últimas cuatro semanas;
- (iii) Mantención de los valores por al menos dos años desde su adquisición, período que se cuenta solo desde que ellos se encuentran completamente pagados;
- (iv) Limitación en la forma de la venta, de modo de mantener la naturaleza no pública de las ventas por esta regla. Así, las ventas solo pueden hacerse directamente con un *market maker* o con un intermediario sin ningún tipo de requerimientos de compra. En todo caso, los valores siempre pueden ser vendidos a través de PORTAL⁵⁸ lo que le otorga una gran liquidez;
- (v) Notificación a la SEC de la intención de venta, en los casos de ventas de más de 500 acciones o por un monto superior a los US\$ 10.000., pero a las personas que pueden vender –según vimos– sin restricción de volumen, no se les aplica este requisito.

Dada las excepciones que se permiten, una vez transcurrido el referido plazo de tres años, en la práctica no existen restricciones para revender o distribuir los valores.

Por último, se debe considerar la no exclusividad de la regla, ya que siempre será posible vender los *restricted securities* registrándolos o utilizando otra exención. Dentro de estas, por la importancia que tiene en términos de volumen, revisaremos a continuación la Regla 144A.

En Chile, dado el poco desarrollo del concepto de oferta privada, y su escasa utilización para ciertas clases de valores, no se ha dictado una norma como la Regla 144, pero sus fundamentos y necesidad teórica resultan igualmente aplicables a nuestro sistema.

6. Regla 144A

Esta regla fue adoptada por la SEC en 1990, con el propósito de volver el mercado norteamericano de las ofertas privadas más atractivo a los grandes inversionistas; por la vía de hacer a los *restricted securities* más fáciles de revender.

La idea base de la regla es que las restricciones a la reventa no son necesarias si estas son hechas solamente a instituciones grandes y financieramente sólidas. De esta forma, la regla, al igual que la 144, señala que una persona que cumpla los requisitos no será considerado parte de una distribución y por lo tanto no será un *underwriter*.

⁵⁸ La SEC ha aprobado el "Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages", un sistema computarizado y de comunicaciones de transacciones de valores que califican bajo la Regla 144A y en que solo pueden participar QIBs.

6.1. Requisitos que se deben reunir:

- (i) El vendedor no debe ser un emisor, puesto que la regla no tiene por propósito proveer una exención para distribuciones primarias sino que secundarias;
- (ii) Las ofertas y ventas solo deben realizarse a QIBs o a personas que el vendedor razonable cree que son QIBs. Entre los QIBs se encuentran distintos inversionistas institucionales y otros, pero teniendo todos en común el que disponen de discrecionalidad para invertir al menos US\$ 100 millones en valores;
- (iii) El vendedor debe tomar los pasos razonables para notificar al comprador que está basándose en la regla 144A para realizar la venta exenta de registro;
- (iv) Los valores vendidos no deben ser fungibles, es decir, no deben ser de la misma clase de aquellos registrados en una bolsa de valores u ofertados en NASDAQ. De modo que los valores exentos de registro, respecto de los cuales se ha entregado menos información a los inversionistas, puedan caer en las manos del público inversionista en general por su similitud con los registrados⁵⁹; y
- (v) Entrega de información, pero si se trata de una *reporting company* no es necesaria información adicional, sino el emisor debe proveer cierta información básica acerca de él mismo.

Por último, es necesario considerar que el hecho que un inversionista haya adquirido los valores de un emisor con la intención de revenderlos al amparo de la regla 144A no destruye la exención del emisor bajo la sección 4(2) o la regulación D. La lógica de esto es permitir que efectivamente los valores adquiridos en una oferta privada puedan ser revendidos y con ello aumentar su liquidez. Sin embargo, se debe considerar que los valores vendidos al amparo de esta regla continúan siendo *restricted securities* y por lo tanto una posible o futura distribución pública de ellos está condicionada a la disponibilidad de una exención de registro.

De esta forma vemos que todo el sistema de las ofertas privadas realizadas al amparo de la sección 4(2) o de la regla 506 se hace tremendamente expedito, puesto que los valores siempre podrán ser adquiridos por QIBs utilizando la regla 144A y ellos podrán posteriormente, y cumpliendo los requisitos respectivos, realizar una verdadera distribución secundaria exenta de registro al amparo de la regla 144. Con ello se otorga una gran liquidez a dichos valores.

Respecto de la normativa local, resulta lógico pensar que la SVS –dadas las posibilidades que otorgarán el artículo el 8° reformado (respecto de valores nacionales) y el 189 (en relación a valores extranjeros), aunque estamos en el ámbito de ofertas públicas– dictará normas relativas a la reventa de estos valores.

CONCLUSIONES

El revisar la normativa legal y reglamentaria existente en ambos países nos deja con la impresión que, en sus líneas fundamentales, ambos sistemas no son muy diferentes, al menos, en su régimen normativo. Es probable que las diferencias puedan hacerse más importantes al analizar en detalle la calidad de la información que los emisores efectivamente proporcionan al mercado y a sus entidades reguladoras en uno y otro país; en los recursos con que cuenta la

⁵⁹ El principio de “no fungibilidad” en ofertas privadas se basa en lo siguiente: El público debe poder distinguir entre un valor de oferta pública y uno de oferta privada porque respecto de estos últimos, no hay la misma calidad/cantidad de información. Si los valores fueran “fungibles” se podrían perfectamente confundir.

autoridad para hacer exigible la normativa vigente; en los incentivos económicos que tienen los particulares para demandar el cumplimiento de sus obligaciones por parte de los emisores y los restantes agentes en el mercado. Tal vez, es preciso analizar y evaluar seriamente, antes de continuar en un proceso continuo de modificación de la legislación local para el mercado de valores, cuáles son realmente las debilidades y fortalezas de la institucionalidad con que se cuenta y los medios e incentivos económicos que hacen operativa dicha institucionalidad. Equivocarnos en esa evaluación y por consiguiente en los remedios, puede implicar un aumento excesivo de regulaciones difíciles y costosas de monitorear, y muchas veces ineficientes.