

## LAS COLOCACIONES PÚBLICAS DE SOCIEDADES MEXICANAS EN LOS MERCADOS DE VALORES DE ESTADOS UNIDOS

JOSÉ LUIS GUERRA AUTREY

Existen varios instrumentos y medios por virtud de los cuales las sociedades mexicanas pueden llegar a los mercados financieros de Estados Unidos. La decisión sobre aquellos procesos o instrumentos que resulten idóneos depende en gran medida del tipo, tamaño y naturaleza de valores a colocar, así como de los objetivos particulares de la sociedad en cuestión, entre otros factores.

La primera opción que tiene una empresa que busque colocar sus acciones en este tipo de mercados es la de hacer una colocación privada.

La segunda opción es realizar una oferta pública de los valores a cotizar. Dicha oferta se lleva a cabo por medio del registro de la misma bajo el *Securities Act of 1933*. Los requisitos de registro y de revelación de información de la oferta pública y los requisitos para cotizar en los diversos mercados, son básicamente los mismos. Las sociedades pueden llevar a cabo ambos procedimientos, sin importar cuál realicen primero. Cabe mencionar que aquellas empresas que obtengan la autorización para cotizar en los mercados podrán después, si transcurre suficiente tiempo, obtener facilidades de registro de sus emisiones posteriores al utilizar lo que se denomina como *Short Form Statements*, los cuales reducen la carga de la información que se debe aportar posteriormente.<sup>1</sup>

Una tercera opción es la de obtener la autorización de cotizar en los diversos mercados, como lo son el *New York Stock Exchange (NYSE)*, el *American Stock Exchange (AMEX)* o *The National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (NASDAQ)*. Todos estos mercados están sujetos a la supervisión de la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, y a todos

<sup>1</sup> Cfr., EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *US Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, Aspen Law and Business, USA, cap. 2.6.

ellos se les considera organizaciones autorreguladas o *Self-Regulatory Organizations (SRO)*. Una última opción consiste en cotizar dentro de los llamados *Pink Sheet Markets* o Mercados de Hojas Rosas.<sup>2</sup>

Sin importar qué opción de oferta o cotización pueda elegirse, la mayoría de las sociedades extranjeras que buscan penetrar en los mercados estadounidenses optan por hacerlo utilizando los instrumentos conocidos como *American Depository Receipts (ADR)*.<sup>3</sup>

Las sociedades mexicanas que busquen hacer una oferta pública de acciones en los Estados Unidos deben medir cuidadosamente los riesgos, costos y otros requisitos, tanto legales como contables, que dicha colocación implica.

Dentro de los requisitos más importantes que deben satisfacer las mencionadas emisoras, están las obligaciones de registro y revelación de información ante la SEC. La revelación de información debe llevarse a cabo utilizando principios contables generalmente aceptados en los Estados Unidos, o principios US GAPP.

### *AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS (ADR)*

Son los instrumentos que suelen utilizar las sociedades emisoras mexicanas y extranjeras para entrar a los diversos mercados norteamericanos.

Los *ADR's* son certificados negociables generalmente emitidos por un banco norteamericano, al que también se le denomina "depositario". Dicho banco trabaja con otro banco o sociedad equivalente en el país de origen de la sociedad emisora, en el cual están depositadas físicamente las acciones, a las cuales representan los *ADR's*.<sup>4</sup>

Estos certificados representan entonces una o varias acciones de la sociedad emisora. La consideración principal para fijar el número de acciones que serán representadas por los *ADR's*, es la fijación del precio, mismo que debe resultar atractivo a los inversionistas extranjeros, por lo que generalmente se emiten sobre valores que fluctúan entre los 15 y 30 dólares por *ADR*.

Podemos decir que los *ADR's* en realidad se componen de tres títulos o documentos separados, que son:

- a) Las acciones que representarán.
- b) Los llamados *American Depository Shares (ADS)* que son los documentos que emite el "custodio" para el banco "depositario", mismos que representan una acción o múltiplo de ésta.
- c) El *ADR* mismo, que es un documento que a su vez representa un *ADS* y que emite el "depositario" a un comprador.<sup>5</sup>

<sup>2</sup> *Ibid.*

<sup>3</sup> *Cfr.*, CAROLYN KAY BRANCHATO, *op. cit.*, p. 62.

<sup>4</sup> *Cfr.*, EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER, *et al.*, *op. cit.*, cap. 2.9.

<sup>5</sup> *Cfr.*, CAROLYN KAY BRANCHATO, *op. cit.*, p. 64.

## REGISTRO DE LOS ADR's

La creación de un programa de ADR's abierto al público, conlleva la obligación de registrarse ante la SEC como lo manda el *Securities Act of 1933*. Este requisito procede debido a que la SEC considera a los ADR's como valores emitidos por separado, respecto a las acciones que representan.

Cuando los bancos comerciales emitieron por primera vez ADR's, consideraron que éstos no estaban sujetos a la obligación de registrarse, ya que, desde su punto de vista, los ADR's constituían valores emitidos por los bancos, y por lo tanto se encontraban exentos de ser registrados con base en la sección 3(a)(2) del *Securities Act*, la cual indica que quedan exentos de registro los valores emitidos por los bancos.<sup>6</sup> Sin embargo, la SEC estimó que los bancos no eran los emisores reales, ya que los valores no representaban los intereses del banco sino a los intereses de un tercero. Para los bancos esta resolución fue desastrosa, pues les asignaba responsabilidad civil por los reportes de revelación de información que llevaran a cabo las sociedades emisoras. En consecuencia, se negoció con la SEC, y ésta resolvió que la responsabilidad civil se le asignaría únicamente al programa de ADR's como tal y no a los bancos que fueran depositarios de los mismos.<sup>7</sup>

El registro se lleva a cabo a través de la forma F-6, la cual requiere cierta información como el convenio de depósito (en caso de que el programa sea patrocinado) y un ejemplo del certificado de ADR's.

Por otra parte, el uso de la forma F-6 está sujeta a tres condiciones que se indican a continuación:

La primera es que los tenedores de los certificados de ADR's deben poder retirar las acciones que éstos representan en cualquier momento. Este derecho de retiro puede estar sujeto a varias modalidades, como pueden ser:

a) Los retrasos temporales causados por el traspaso a los libros del depositario o del emisor de las acciones representadas en cuanto se refiere a los derechos de voto o paga de dividendos.

b) El pago de cuotas, impuestos y gastos similares.

c) El cumplimiento de las distintas leyes que regulan los ADR's y las acciones que representan. Esta modalidad otorga protección en los casos de que las legislaciones locales no permitan que inversionistas extranjeros adquieran acciones de las sociedades del país.<sup>8</sup>

La segunda condición es que las acciones que vayan a ser depositadas deben estar registradas bajo las reglas del *Securities Act of 1933*, o ser adquiridas por los depositarios en transacciones exentas de registro por el *Securities Act*, como pueden ser las transacciones en mercados privados.

<sup>6</sup> Cfr., *Securities Act of 1933*, sección 3(a)(2).

<sup>7</sup> Cfr., EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, cap. 2.02.

<sup>8</sup> *Ibid.*

Finalmente, la sociedad emisora debe ser una compañía considerada como reportadora o *Reporting Company*, lo cual significa que está sujeta a las obligaciones de revelación de información, o haber obtenido una exención de acuerdo con la regla 12g3-2(b), la cual veremos más adelante.<sup>9</sup>

## REQUISITOS DE REGISTRO Y REVELACIÓN DE INFORMACIÓN<sup>10</sup>

En los Estados Unidos existen dos ordenamientos legales federales que rigen la emisión y venta de valores: el *Securities Act of 1933* (*Securities Act*), que regula la oferta pública de valores, y el *Securities and Exchange Act of 1934* (*Exchange Act*), que controla los mercados públicos e impone la obligación a las sociedades emisoras de acciones cotizadas en este tipo de mercados, de revelar de manera periódica diversa información financiera a la SEC.<sup>11</sup>

Además de los ordenamientos mencionados, se aplican de manera concurrente diversos ordenamientos estatales, también conocidos como *Blue Sky laws*,<sup>12</sup> mismos que son complementados por la aplicación de las reglas que regulan a los diversos organismos autorregulados o SROs, como lo pueden ser el AMEX o el NYSE.

## OBLIGACIONES QUE IMPONE EL *SECURITIES ACT OF 1933*

El *Securities Act* menciona las ofertas primarias y secundarias de valores y regula: (1) el registro de los valores ofrecidos o vendidos públicamente por la sociedad emisora, sus empresas filiales y algunas otras personas, como pueden ser los agentes colocadores o *underwriters*; y (2) la revelación de información o *disclosure* que se lleva a cabo por medio de un documento que recibe el nombre de *prospectus* que deberá ser entregado a todas las personas a las que se les ofrezcan los valores o las acciones en cuestión. Dicho *prospectus* deberá incluir la revelación detallada de los aspectos materiales del negocio del emisor, información financiera relativa al emisor y a los valores, así como los términos y condiciones bajo los cuales se va a llevar a cabo la oferta.<sup>13</sup>

Además, el *Securities Act* prohíbe el fraude en relación a las ofertas, ventas o reventas de valores, a través de ordenamientos que aseguran que el emisor y los demás participantes aporten toda la información que se les requiera de una manera veraz y oportuna.

Con base en el *Securities Act*, cualquier oferta pública de valores, incluidas también las ofertas públicas de acciones en la forma de *ADR's*, que se lleven a cabo en los Estados Unidos, deberán estar registradas ante la SEC.<sup>14</sup>

<sup>9</sup> *Ibid.*

<sup>10</sup> Ver apéndice 2.

<sup>11</sup> *Ibid.*

<sup>12</sup> *Cfr.*, EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, cap. 2.04.

<sup>13</sup> *Cfr.*, CAROLYN KAY BRANCHATO, *op. cit.*, p. 62.

<sup>14</sup> *Cfr.*, EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, cap. 2.04.

*It is illegal, in the absence of an exemption, for any person directly or indirectly to offer or sell any securities to the public without first filing a registration statement with the SEC.*<sup>15</sup>

En efecto, como señalan Green, Beller, Cohen, Hudson y Rosen, las ofertas públicas deben estar registradas bajo la sección 5 del *Securities Act*. Dicho registro se efectúa por medio del llenado de una forma de registro ante la SEC, misma que deberá ser declarada como “efectiva” (*effective*) por ésta, antes de que surta sus efectos y se puedan llevar a cabo las ventas u ofertas de dichas acciones.<sup>16</sup>

Los autores antes mencionados dividen este proceso en tres etapas, para facilitar su comprensión, que son las siguientes:

a) Durante la primera etapa del proceso, misma que ha sido denominada por los antes citados autores como la “etapa callada” o *quiet period*, se ha tomado ya la decisión de proceder con la venta pública de las acciones, pero no se ha presentado aún la forma de registro ante la SEC. Durante este periodo no se deben realizar la venta ni la oferta de venta de dichas acciones.

b) La segunda etapa del procedimiento se da después de que se ha presentado la forma de registro ante la SEC, pero antes de que ésta la declare efectiva. Durante esta etapa se pueden llevar a cabo ofertas de venta de las acciones en cuestión, pero en ningún caso podrá realizarse la venta de las mismas. En este período se puede distribuir un *prospectus* preliminar, mismo que no contiene toda la información que es requerida del *prospectus* final, y tampoco hace alusión a ciertos detalles de la operación, como puede ser el precio de las acciones a ser vendidas.<sup>17</sup>

c) Finalmente, en la tercera etapa del procedimiento ya se ha presentado la forma de registro ante la SEC, y ya ésta la ha declarado como efectiva. Por lo tanto, durante esta etapa se pueden realizar ofertas y ventas de las acciones, siempre y cuando la confirmación de las ventas sea acompañada o precedida por una copia del *prospectus* en su forma final.<sup>18</sup>

Cabe mencionar que de acuerdo con las disposiciones antifraude de la legislación norteamericana en materia de valores, ninguna oferta que se presente de manera escrita, verbal o de cualquier otra forma, debe contener información incompleta o falsa que se use con la finalidad de inducir al posible comprador a cometer un error.

<sup>15</sup> CAROLYN KAY BRANCHATO, *op. cit.*, p. 67.

<sup>16</sup> *Ibid.*

<sup>17</sup> La abstención de mencionar el precio de la acción obedece a la prohibición que existe de no poder vender las acciones en esta etapa, por lo cual con esta omisión resultaría imposible que se lleve a cabo la venta mencionada.

<sup>18</sup> EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, cap. 2.04

La forma de registro debe contener toda la información que ordenan las reglas de la SEC, mismas que pueden encontrarse en la Regulación C del *Securities Act*. Dichas reglas son muy claras y se deben de cumplir al pie de la letra: no permiten interpretación ni carencia de información, incluso en los casos en que la información requerida sea repetitiva o a juicio del emisor sea superflua. Dichas omisiones o falsedades en la declaración, pueden ocasionar incluso una responsabilidad civil o penal para la emisora, el agente colocador o *underwriter*, y demás participantes en la operación.

Una vez presentada la forma ante la SEC, ésta llevará a cabo una investigación sobre la información ahí contenida, y deberá elaborar un informe que contenga sus comentarios, y en el que se señalen los incisos que a su juicio no se adaptan a las reglas o no contengan información clara y completa o bien ésta sea insuficiente.<sup>19</sup>

Es menester comentar que la SEC no emite ningún juicio de valor sobre la viabilidad de la oferta que va a realizarse, y ninguno de sus funcionarios juzga el mérito de dicha oferta. Su labor se limita estrictamente a cuidar el cumplimiento de los requisitos de revelación de información.

## PROCEDIMIENTOS DE REGISTRO

La oferta y la subsecuente venta de acciones en los Estados Unidos por parte de un emisor extranjero, requieren técnicamente del registro de dos instrumentos distintos: por una parte, existe la obligación de registrar los ADSs, y por la otra, la de registrar las acciones a las cuales representan.

Como ya se ha mencionado anteriormente, los ADSs se registran por medio del llenado y la presentación de la forma F-6. El llenado de esta forma es relativamente sencillo, pues básicamente sólo requiere de una copia del convenio de depósito y de una muestra del certificado de ADR.

Desgraciadamente, el llenado de las formas de registro para las acciones que están representadas por los ADSs es más complicado. Esto se debe a que para su registro se requiere información sobre la sociedad emisora y las acciones que se ofrecen, así como sobre los términos y condiciones bajo los cuales se realiza dicha oferta.

El registro de las acciones antes mencionadas se puede llevar a cabo por medio del llenado y presentación de una de las tres formas siguientes: F-1, F-2 o F-3.<sup>20</sup>

Cuál de estas tres formas debe llenarse depende en gran medida de si la sociedad emisora ha ofrecido valores anteriormente y del tipo de valores que haya emitido.

La sociedad emisora es la responsable de la preparación de las formas antes mencionadas. El llenado y preparación de dichas formas requiere de tiempo

<sup>19</sup> *Ibid.*

<sup>20</sup> *Cfr.*, EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, cap. 2.04

y de la participación y coordinación de varias personas, entre ellas sus abogados, contadores; tanto internos como externos, e intermediarios o *underwriters*. Por esta razón, es recomendable que se establezca un plan de trabajo lo más pronto posible y que se asignen responsabilidades a cada uno de los grupos que participan en la colocación para facilitar y expeditar el llenado y la presentación de las formas y otros requisitos que exige la SEC.

El emisor que nunca haya realizado una oferta pública de valores en los Estados Unidos, o que nunca haya cotizado en los mercados públicos o en el sistema NASDAQ de ese país, o bien que nunca haya estado obligado a revelar información basándose en el *Securities and Exchange Act*, deberá llenar la forma F-1.<sup>21</sup>

La forma F-1 es la que se utiliza por lo general para todas las sociedades que realizan por primera vez una emisión pública de acciones, y por esta razón es la más exhaustiva y compleja de las antes mencionadas.

El llenado de esta forma requiere de datos detallados acerca del emisor, así como de las acciones que va a colocar. Su preparación requiere de mucho tiempo y de coordinación entre varios asesores, como se mencionó anteriormente. Lo más problemático de la preparación de esta forma consiste en la obligación de presentar estados financieros consolidados y conciliados con los principios contables generalmente aceptados en los Estados Unidos o US GAAP.<sup>22</sup>

Todas aquellas sociedades emisoras que hayan hecho una colocación pública con anterioridad, que hayan tenido que revelar información con base en el *Securities and Exchange Act*, o bien que coticen sus valores en algún mercado público o en el sistema NASDAQ, cumplirán con el requisito de registro de sus acciones mediante el llenado de la forma F-2 o de la forma F-3. Estas formas son también conocidas con el nombre de *Short Forms*, pues su llenado es más sencillo, expedito y requiere de menos requisitos que la Forma F-1.

La forma más sencilla que puede ser utilizada es la forma F-3. Son varios los requisitos que debe cumplir una sociedad emisora para poder registrar sus acciones por medio de dicha forma. Entre éstos destacan los siguientes: 1) que la sociedad en cuestión haya estado obligada a revelar información de acuerdo con el *Securities and Exchange Act* por los últimos 12 meses y que haya cumplido con dichas obligaciones; 2) que la sociedad haya cumplido, cuando menos una vez, con los requisitos anuales de revelación de información utilizando la forma 20-F, misma que se comentará más adelante y 3) que el valor de todas las acciones de la sociedad que no estén en posesión de sus afiliados, sea mayor o igual al equivalente de 75 millones de dólares.<sup>23</sup>

La forma F-3 solicita información sobre: 1) la oferta, incluyendo los planes de distribución de las acciones, la descripción de éstas y los factores de riesgo; 2) la sociedad emisora, por medio de referencias a la forma 20-F;

<sup>21</sup> Cfr., CAROLYN KAY BRANCHATO, *op. cit.*, p. 72.

<sup>22</sup> *Ibid.*

<sup>23</sup> Cfr., EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, cap. 2.04

3) cambios materiales en los negocios de la emisora desde su último reporte anual, y 4) estados financieros de cualquier otra empresa que haya sido o vaya a ser adquirida por la emisora.<sup>24</sup>

Asimismo, una sociedad que haya revelado información de acuerdo con el *Securities and Exchange Act* durante los últimos 36 meses y haya cumplido con el requisito de revelación de información anual utilizando la forma 20-F, pero que no cumpla con la obligación de tener acciones por un valor de 75 millones de dólares, estará facultada para cubrir el requisito de registro utilizando la forma F-2.

Del mismo modo, una sociedad que haya cumplido con el requisito de revelación de información anual utilizando la forma 20-F y cumpla con el requisito de que sus acciones tengan un valor de 75 millones de dólares, pero que no haya revelado información de acuerdo con el *Securities and Exchange Act* durante los últimos 12 meses, también podrá utilizar la mencionada forma F-2.

Como es de suponerse, la forma F-2 es un poco más compleja que la forma F-3. Sin embargo, los requisitos que exige son de menor complejidad que los que demanda la forma F-1.<sup>4</sup>

Cabe también la opción de cubrir el requisito de registro utilizando la forma F-4. Sin embargo, ésta sólo se utiliza en los casos de intercambio de valores con otra sociedad.

Una vez llenada la forma de registro procede su revisión por la SEC, y ésta elaborará un reporte que contenga sus comentarios, señalando, en su caso, si se tienen que realizar cambios para que aquélla pueda declararse como efectiva.

Los plazos dentro de los cuales la SEC declara efectiva una forma de registro son muy variados, ya que por lo general tarda entre cuatro y seis semanas para dar a conocer sus opiniones. Pero se puede dar el caso de que la mencionada comisión decida no revisar la forma. Este tipo de decisión se da sobre todo con aquellas empresas que utilizan las formas F-2 o F-3, pues la SEC por lo general ya tiene un amplio conocimiento del negocio de la sociedad. En estos casos la declaración de efectividad podrá otorgarse en un plazo de 48 horas después de haber sido entregada la forma.

En situaciones especiales se le puede pedir a la SEC que haga su revisión en plazos más cortos que los acostumbrados. Esto se da en los casos en que la colocación norteamericana es parte de una oferta que deba ser coordinada a nivel internacional.<sup>25</sup>

En los Estados Unidos se acostumbra repartir el *prospectus* preliminar a la mayor cantidad de inversionistas potenciales posibles, para así poder maximizar la viabilidad de la oferta que se pretende realizar. Además, se llevan a cabo juntas que llevan el nombre de *Roadshows* y que tienen la finalidad de introducir a distintos inversionistas institucionales con los representantes de las sociedades emisoras.

<sup>24</sup> Cfr., CAROLYN KAY BRANCHATO, *op. cit.*, p. 72.

<sup>25</sup> Cfr., EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, cap. 2.04



Estas juntas tienen, también, el propósito de facilitar la entrega de copias del *prospectus* preliminar a los inversionistas, mientras que los representantes de la emisora realizan presentaciones relativas a la oferta y contestan las preguntas que puedan formular aquéllos.

Sin embargo, cuando una sociedad emisora realiza este tipo de juntas después de haber presentado la forma de registro, pero antes de que sea declarada "efectiva" por la SEC, puede correr el riesgo de que las presentaciones que realice vía Internet o vía vídeo sean consideradas por la mencionada comisión como *prospectus* finales, pues el *Securities Act* define a dicho *prospectus* en su sección 2(a)(10) de la siguiente manera:

*The term "prospectus" means any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security; except...<sup>26</sup>*

En efecto, la ley define al *prospectus* de tal manera que cualquier comunicado que se realice por radio o televisión puede ser considerado como violatorio de la sección 5 del *Securities Act*, pues la ley también requiere que cualquier oferta que se lleve al cabo antes de que se declare que la forma de registro es efectiva, se debe hacer, como ya habíamos visto, solamente con apoyo de un *prospectus* preliminar.

Para resolver este problema la SEC ha otorgado, en algunas ocasiones, excepciones limitadas a empresas que realicen presentaciones con apoyo de alguno de estos medios. Este apoyo lo brinda en la forma de cartas que han recibido el nombre de *no-action letters*.

## OFERTAS ILÍCITAS

Como mencionamos con anterioridad, cualquier oferta que se realice con anterioridad a la presentación de la forma de registro o cualquier otra que sea hecha por escrito después de presentada la forma pero antes de que la SEC la declare efectiva (exceptuando, por supuesto, el *prospectus* preliminar), serán consideradas como violatorias de la sección 5 del *Securities Act* y por lo tanto son ilícitas. A dichas ofertas, en la doctrina se les ha denominado *Gun-Jumping*.<sup>27</sup>

Como consecuencia de dichas ofertas, la SEC puede adoptar varias conductas como el posponer su declaración o negarse a otorgar la declaración de efectividad de la forma de registro. Esta comisión tomará las medidas mencionadas si cree que la emisora ha condicionado o estimulado el mercado como consecuencia de dicha oferta ilegal.

<sup>26</sup> *Securities Act of 1933*, sección 2(a)(10).

<sup>27</sup> Cfr., EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, Cap. 2.04.

La ley define a la oferta de la siguiente manera:

*Offer: any attempt or offer to dispose of, or solicitation of an offer to buy, a security or interest in a security for value.*<sup>28</sup>

Debido a que esta definición es tan amplia que incluye a cualquier persona como lo puede ser la emisora o el agente colocador o *underwriter* o cualquier otra persona involucrada en la emisión, se debe tenerse cuidado de no realizar actividades que puedan ser vistas como ofertas que afecten de manera ilícita al mercado de las acciones a ser cotizadas.

Por lo anteriormente dicho, durante la segunda etapa del proceso, es decir, entre la presentación de la forma de registro y la declaración de efectividad por parte de la SEC, no se debe realizar ningún tipo de publicidad fuera de lo común acerca de la emisora, o de la oferta que va a realizarse en los Estados Unidos, ya que este tipo de publicidad podría estimular el interés del público sobre dicha emisión.

Este tipo de medidas se complica en las emisiones internacionales, es decir, en las colocaciones que se realicen simultáneamente en varios países, pues las leyes norteamericanas son de las muy pocas que restringen la publicidad en este tipo de operaciones. En estos casos la sociedad emisora y las demás personas que participen en la oferta estadounidense, deberán tomar las medidas necesarias para asegurarse de que la publicidad de las ofertas realizadas en otros países no penetre en los Estados Unidos.

Las autoridades norteamericanas han adoptado esta restricción a la publicidad de la oferta de acciones y la han limitado al *prospectus* provisional y otro tipo de anuncios llamados *Tombstone Ads*<sup>29</sup> (anuncios que están muy restringidos en cuanto a la información que pueden contener), porque las mencionadas autoridades buscan proteger al inversionista al entregarle por medio del *prospectus* la información que creen necesaria para que ese inversionista pueda tomar sus decisiones de inversión con base en información objetiva y verídica. Mientras que la publicidad que puede utilizar una sociedad empleando medios de comunicación masivos como la radio o la televisión, puede manipular de manera negativa la información para incrementar su mercado accionario.<sup>30</sup>

Por lo antes expuesto, es recomendable que cualquier sociedad emisora que busque colocar sus acciones de manera pública en los Estados Unidos se abstenga, durante el proceso de registro, de realizar juntas con expertos en valores, ya que se volvería inevitable que surjan preguntas acerca de la colocación. También es aconsejable que se abstengan de realizar actividades de relaciones públicas fuera de lo común para dicha sociedad, y de establecer

<sup>28</sup> EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, Cap. 2.04.

<sup>29</sup> *Ibid.*

<sup>30</sup> *Ibid.*

cualquier contacto con la prensa que no sea esencial para el desempeño de su negocio.<sup>31</sup>

## OBLIGACIONES QUE IMPONE EL *SECURITIES AND EXCHANGE ACT OF 1934*

El *Securities and Exchange Act of 1934*, mejor conocido simplemente como *Exchange Act*, extiende los requisitos de revelación de información que impone el ya estudiado *Securities Act*.

Por virtud de requisitos detallados de registro y de obligaciones periódicas de revelación de información, el *Exchange Act*, en conjunto con las reglas de la SEC, mismas que derivan del antes mencionado ordenamiento, aseguran que exista un flujo constante de información por parte de las sociedades que coticen acciones en los mercados públicos y en los sistemas del NASDAQ.

Asimismo, el *Exchange Act* es el ordenamiento legal que faculta a la SEC para que pueda regular los mercados de valores en los Estados Unidos, tanto directamente, por medio de las obligaciones que impone a las emisoras de revelación de información y a través de sus facultades de investigación de operaciones, como indirectamente, por virtud de sus facultades de supervisión sobre los mercados autorregulados o SROs.

El citado ordenamiento también contiene amplias normas que regulan y tipifican diversas conductas consideradas como fraudulentas, en relación con la compra y venta de acciones que se coticen en los mercados públicos norteamericanos. Asimismo, incluye obligaciones de registro de accionistas que posean más del 5% del capital social de una empresa cotizada, entre otras más.

Las obligaciones principales que impone este ordenamiento tienen que ver con el registro de la sociedad y con la revelación subsecuente y periódica de información que conlleva dicho registro.

Cabe mencionar que el requisito antes mencionado es independiente de la obligación de registro que impone el *Securities Act*, como bien lo menciona Carolyn Branchato:

*The Exchange Act registration requirement ... is separate from and entirely independent of the registration requirement that arises under the Securities Act of 1933 when the issuer makes a public offering in the United States.*<sup>32</sup>

Todas las sociedades, dice la ley, que ofrezcan sus acciones al público en los Estados Unidos, o que busquen crear un mercado secundario de venta para sus acciones, sea a través de su cotización en un mercado público o bien de su cotización en un sistema NASDAQ, estarán sujetas al cumplimiento de las obligaciones que impone el *Exchange Act* en su Sección 12.

<sup>31</sup> *Ibid.*

<sup>32</sup> CAROLYN KAY BRANCHATO, *op. cit.*, p. 104.

*Any foreign private issuer that offers its securities to the public in the United States or that seeks to create a secondary trading market here either by listing a class of its securities on a US securities exchange or arranging for their quotation in NASDAQ necessarily triggers the registration requirement of Section 12 of the Securities and Exchange Act of 1934.*<sup>33</sup>

El registro con base a la sección 12 del *Exchange Act* obliga a las sociedades registradas a entregar a la SEC reportes de revelación de información de manera anual.

Las sociedades mexicanas o extranjeras, aunque no vendan acciones ni las coticen en los mercados norteamericanos, podrán estar obligadas, en los términos del *Exchange Act*, si tienen más de 300 accionistas estadounidenses.<sup>34</sup>

Así mismo, las sociedades mexicanas o extranjeras que tengan menos del 50% de su capital social en manos de accionistas norteamericanos, podrán cumplir con los requisitos del citado ordenamiento a través del uso de formas especializadas y en plazos flexibles, diseñados por la SEC para armonizar las obligaciones norteamericanas con aquellas de las legislaciones del país de origen de la sociedad en cuestión.<sup>35</sup>

Debido a los exigentes y costosos requerimientos de información que impone la legislación norteamericana, algunas sociedades extranjeras han optado por la colocación de sus *ADR's* en mercados no listados o por hacerlo a través de colocaciones privadas, sobre todo tomando ventaja de las exenciones que señala la Regla 144A.

## PROCEDIMIENTOS DE REGISTRO

Cualquier valor o acción que vaya a ser colocada en un mercado de valores debe estar registrada, según indica la sección 12(b) del *Exchange Act*. La SEC debe declarar el registro de dichas acciones como efectivo (*effective*) antes de que las mismas puedan ser colocadas en un mercado público de valores, como lo pueden ser el NYSE o el AMEX, o en un sistema de cotización del NASDAQ.<sup>36</sup>

Como ya hemos mencionado, las obligaciones de registro y revelación de información impuestas por el *Exchange Act*, por una parte, y por el *Securities Act*, por la otra, son independientes unas de otras, e incluso durante mucho tiempo la SEC las manejó de manera separada. Sin embargo, este sistema mostró ser costoso y repetitivo para las sociedades que debían realizar ambos procedimientos.

Por esta razón por la cual la SEC ha buscado armonizar ambos procesos. Con el fin de lograr este objetivo la SEC ahora utiliza una forma, cono-

<sup>33</sup> *Cfr., ibid.*, p. 103.

<sup>34</sup> *Ibid.*, p. 104.

<sup>35</sup> *Ibid.*

<sup>36</sup> *Ibid.*

cida como la forma 20-F, que es un documento común que sirve para cumplir con los requisitos de registro y de revelación periódica de información a los cuales se refiere el *Exchange Act* y a su vez puede ser incluida en las formas de registro para dar cumplimiento a las obligaciones derivadas del *Securities Act*.<sup>37</sup>

Es menester mencionar que, aunque la SEC busca facilitar y armonizar los procesos de registro y revelación de información, éstos no han podido integrarse completamente ya que los requisitos de revelación de información contable y financiera son más estrictos en el *Securities Act*.

#### LA FORMA 20-F

La forma 20-F consta de cuatro partes. La primera de ellas requiere una detallada descripción del negocio de la emisora, mismo que deberá ser ordenado, entre otros, por los siguientes criterios: 1) las distintas categorías de actividades; 2) sus activos más importantes; 3) cualquier procedimiento legal o investigación gubernamental que se esté siguiendo en su contra; 4) la naturaleza de los mercados públicos fuera de los Estados Unidos, en donde coticen las acciones de la emisora; 5) cualquier limitación legal o de mercado que afecte o pueda afectar a los accionistas norteamericanos; 6) se debe mencionar, además, a todos los accionistas que posean una participación igual o mayor al 10% del capital social de la sociedad; 7) se deben describir los impuestos que deberán pagar los accionistas estadounidenses, y 8) por último, también, se requiere información acerca de la administración de la sociedad.<sup>38</sup>

Sin embargo, la información más importante que requiere la SEC en esta primera parte, y la que revisa más a fondo, es el requisito de presentar una "discusión y análisis de la condición financiera y resultado de las operaciones de la sociedad", que deberán ser preparados por la administración de ésta. Este requisito habla de la liquidez, de los recursos de capital, del resultado de las operaciones, así como de otra información necesaria para poder evaluar la condición financiera de la emisora y los cambios financieros registrados en dicha empresa.<sup>39</sup>

La segunda parte de la forma 20-F requiere de una descripción detallada de las acciones que van a ser registradas, incluyendo sus correspondientes *ADR's*, y aunque la forma no lo requiere expresamente, se acostumbra anexar una descripción de los procesos de elección de directores y administradores, y de la manera en que se realizan las votaciones por parte de los accionistas, es decir, es una breve descripción de la ley de sociedades que gobierna a la emisora.

La parte tercera de la forma citada requiere que la compañía revele información acerca de los pasivos de sus subsidiarias en los casos en que éstas

<sup>37</sup> EDUARD F. GREEN, ALAN L. BELLER *et al.*, *op. cit.*, cap. 2.03.

<sup>38</sup> *Cfr.*, *ibid.*

<sup>39</sup> *Ibid.*

no hayan pagado un préstamo o bono u otro instrumento de crédito, la suma principal o los intereses derivados de ella, siempre y cuando dichos pasivos representen el 5% o más del activo de la sociedad. Así también, se requiere información sobre los cambios que se han llevado a cabo bajo las mencionadas circunstancias, durante el último año.

La cuarta y última parte de la forma hace mención a los requisitos financieros con los que debe cumplir la empresa. Esta información abarca el estado de resultados auditado de los últimos tres años fiscales, así como el balance general auditado de los dos últimos años fiscales. En ambos casos la información debe estar consolidada, excepto en aquéllos en que la emisora se encuentre revelando información por primera vez, pues entonces bastará con que los estados financieros estén conciliados con los principios contables generalmente aceptados en Estados Unidos o US GAAP.

La forma 20-F, como se mencionó anteriormente, se utiliza para poder cotizar en los mercados públicos y en los sistemas de cotización NASDAQ.

Para poder cotizar en dichos mercados, la forma debe ser declarada efectiva (*effective*) por la SEC, como bien menciona la sección 12 del *Exchange Act*.<sup>40</sup>

*It shall be deemed unlawful for any member, broker, or dealer to effect any transaction in any security (other than an exempted security) on a national securities exchange unless a registration is effective as to such security for such exchange in accordance with the provisions of this Act and the rules and regulations thereunder.*<sup>41</sup>

Una vez que se lleve a cabo el llenado de la mencionada forma la sociedad que quiera cotizar en los distintos mercados públicos podrá realizar los trámites correspondientes ante el mercado en que desee cotizar.

## BIBLIOGRAFÍA

### I. LEGISLACIÓN CONSULTADA

*Colección de Circulares en Materia de Valores*, Comisión Nacional Bancaria y de Valores, México, D. F., México, 1999.

*Ley del Mercado de Valores*, Ed. Porrúa, México, D. F., México, 1999.

*Rules and Regulations Under Securities Act of 1933*, West Publishing Co., Minnesota, Estados Unidos de América, 1999.

*Securities Act of 1933*, West Publishing Co., Minnesota, Estados Unidos de América.

*Securities and Exchange Act of 1934*, West Publishing Co., Minnesota, Estados Unidos de América, 1999.

<sup>40</sup> *Ibid.*

<sup>41</sup> *Securities and Exchange Act of 1934*, sección 12(a).

*Franklin v. Levy*, 551 F.2d 521 (2<sup>nd</sup> Cir.1977).

*Dupuy v. Dupuy*, 511 F.2d 641 (5<sup>th</sup> Cir.1975).

*Sec. v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. (1953).

## II. OBRAS CONSULTADAS

BRANCHATO, CAROLYN KAY, *Getting Listed on Wall Street*, 1<sup>a</sup> ed., Irwin Professional Publishing, Estados Unidos de América, 248 pp.

DAHL, HENRY S., *Dahl's Law Dictionary Spanish-English*, 3<sup>a</sup> ed., William S. Hein & Co. Inc., Buffalo, New York, Estados Unidos de América, 1999, 914 pp.

GREENE, EDUARD F., ALAN L. BELLER, GEORGE M. COHEN, MANLEY O. HUDSON y EDUARD J. ROSEN, *US Regulation of the International Securities Markets*, 4<sup>a</sup> ed., Aspen Law and Business, Estados Unidos de América, 1995.

HAZEN, THOMAS LEE, *The Law of Securities Regulation*, 2<sup>a</sup> ed., West Publishing Co., Minnesota, Estados Unidos de América, 1990, 1082 pp.

\_\_\_\_\_, *Securities Regulation, Selected Statutes, Rules and Forms*, 1<sup>a</sup> ed., West Publishing Co., Minnesota, Estados Unidos de América, 1999, 1369 pp.

HENRÍQUEZ, ALEJANDRO y CARLOS GRAF, *La Relación de ADR's con sus Correspondientes Acciones Mexicanas*, tesis Universidad Anáhuac, México, 1997, 62 pp.

Instituto de Investigaciones Jurídicas, *Diccionario Jurídico Mexicano*, 6<sup>a</sup> ed., Porrúa y UNAM, México, 1994, 4 tomos 3272 pp.

JENNINGS, RICHARD W., HAROLD JR. MARSH, JOHN C. JR. COFFE, JOHN SEIGLEMAN, *Securities Regulation Cases and Materials*, 8<sup>a</sup> ed., Foundation Press, Nueva York, N.Y., Estados Unidos de América, 1992, 1969 pp.

LEE, ANITA JONES, *Keys to Understanding Securities*, 1<sup>a</sup> ed., Barrons Business Keys, Estados Unidos de América, 1989, 156 pp.

MORIS, KENETH M. y ALAN M. SIEGEL, *Guide to Understanding Money and Investing*, 1<sup>a</sup> ed., Lightbulb Press Ltd., Estados Unidos de América, 1993, 155 pp.

PESSIN, ALLAN H., *Securities Law Compliance*, 1<sup>a</sup> ed., Dow Jones Irwin, Nueva York, NY, Estados Unidos de América, 1990, 470 pp.

Publisher's Editorial Staff, *Black's Law Dictionary*, 5<sup>a</sup> ed., West Publishing Co., Minnesota, Estados Unidos de América, 1979, 1511 pp.

RATNER, DAVID L., *Securities Regulation in a Nut Shell*, 4<sup>a</sup> ed., West Publishing Co., Minnesota, Estados Unidos de América, 1992, 326 pp.

RITTER LAWRENCE S. y WILLIAM L. SILVER, *Money, Banking, and Financial Markets*; 6<sup>a</sup> ed., Basic Books, Nueva York, Estados Unidos de América, 1989, 660 pp.

ROGERS, DAVID, *The Future of American Banking*, 1ª ed., McGraw Hill, Nueva York, Estados Unidos de América, 1993, 346 pp.  
SODERQUIST, LARRY D. y THERESA A GABALDON, *Securities law*, 1ª ed., Foundation Press, Nueva York, N.Y., Estados Unidos de América, 1998, 189 pp.

### III. OTRAS FUENTES

“Securities and Exchange Commission” dirección en internet: [www.sec.gov](http://www.sec.gov), fecha de consulta: 15 de abril de 1999.  
“Escuela de Derecho de la Universidad de Cincinnati” dirección en internet: [www.law.uc.edu](http://www.law.uc.edu), fecha de consulta: 15 de abril de 1999.