

LOS EMISORES DE VALORES LATINOAMERICANOS ANTE EL MERCADO EUROPEO

JAVIER VALLE ZAYAS
*Abogado**

Una de las principales novedades que introdujo la Directiva 2003/71/CE, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (la «Directiva de Folletos») es, sin duda, la regulación contenida en su artículo 20 sobre la eficacia en Europa de folletos elaborados por emisores constituidos en terceros países. En España, el artículo 20 de la Directiva de Folletos ha sido transpuesto por medio del artículo 31 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley del Mercado de Valores en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos («Real Decreto 1310/2005»).

El Real Decreto 1310/2005 abre la puerta a los emisores domiciliados en terceros países a la posibilidad de beneficiarse del pasaporte comunitario en materia de folletos. Efectivamente, la Directiva de Folletos homogeneiza la información que deben contener los folletos de admisión a cotización y de oferta pública de venta o sus-

cripción registrados en cada uno de los Estados miembros como condición previa e indispensable para conseguir que un folleto registrado en cualquier Estado miembro pueda ser reconocido por los demás Estados miembros. Es decir, la Directiva de Folletos establece las bases para la creación de un pasaporte comunitario en materia de folletos. Es cierto que, con anterioridad a la instauración del procedimiento de pasaporte comunitario, el sistema de reconocimiento recíproco de folletos entre los diferentes Estados miembros era ya conocido y aplicado en el ámbito de la Unión Europea, tanto en la primera de las Directivas que reguló el folleto de bolsa (Directiva 80/390/CEE del Consejo, de 17 de marzo de 1980, sobre coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto informativo sobre admisión de valores negociables a la cotización oficial en una Bolsa de valores) como en la Directiva 2001/34/CE. Pero también lo es que casi todos los Estados miembros exigían la traducción del folleto al idioma del Estado miembro de acogida y la publicación de información adicional sobre determinados aspectos jurídicos, fiscales y procedimentales, de conformidad con el artículo 38.1 de la Directiva 2001/34/CE, que facultaba a las autoridades de los Estados miembros de destino a que requiriesen la inclusión en el folleto de «informaciones específicas sobre el mercado del país de admisión, relativas en particular al régimen fiscal de los valores, a los organismos financieros que garanticen el servicio financiero del emisor en dicho país, así como a la manera de publicar los anuncios destinados a los inversores». En definitiva, el esquema diseñado por las Directivas de 1980 y 2001 distaba bastante del mercado único que el Plan de Acción para

* Socio destacado en la oficina de Uría Menéndez en Sao Paulo.

los Servicios Financieros (PASF)¹ se marcó como meta².

La Directiva de Folletos, cumpliendo lo dispuesto por el PASF y sus informes provisionales o *progress reports*, remplacea el sistema de reconocimiento mutuo por el de concesión de un pasaporte comunitario. En cuanto a la materia objeto de este artículo, es decir, el régimen de los folletos aprobados por terceros países, la Directiva de Folletos modifica también radicalmente el régimen diseñado por la Directiva 2001/34/CE. En efecto, señalaba el artículo 41 de ésta que la Comunidad, por medio de acuerdos celebrados con uno o varios países terceros, en aplicación del Tratado, en condiciones de reciprocidad, podría reconocer como conformes a los requisitos de la Directiva aquellos folletos de admisión elaborados y controlados con arreglo a la normativa de dicho o dichos países terceros, siempre que la normativa en cuestión garantizase a los inversores una protección equivalente a la que ofrecía la Directiva, aunque dicha normativa difiriese de las disposiciones de la Directiva. Es decir, fijaba un sistema de reconocimiento recíproco basado en acuerdos internacionales. Este sistema, por otro lado, no impedía la exigencia posterior, por cada uno de los Estados miembros en que se pretendiese solicitar una admisión a cotización o realizar una oferta pública de venta o suscripción, de la información adicional a que se refería el artículo 38.1 de la Directiva 2001/34/CE.

Frente a tal situación, resulta claro que conceder a terceros Estados el acceso al pasaporte comunitario será benéfico tanto para la Unión Europea como para los emisores de esos terceros Estados. La Unión Europea es un mercado potencial de unos 450 millones de personas que, no obstante, en materia de admisión a cotización y emisiones ha

venido funcionando como un mercado fragmentado o, mejor dicho, como tantos mercados como Estados miembros. Eso hacía que llegar al público europeo en general fuese una tarea compleja y cara, y colocaba a Europa, considerada como mercado único, en cualquier caso, en franca desventaja ante el mercado norteamericano. Frente a esa situación, la Directiva de Folletos crea las bases para que el emisor procedente de terceros países pueda ver la Unión Europea como un mercado único y, en consecuencia, como una alternativa viable al mercado norteamericano.

1 · REQUISITOS PARA ACCEDER AL MERCADO EUROPEO

1.1 · Requisitos

Señala el artículo 31 del Real Decreto 1310/2005 que, en los casos en que España sea designada como Estado miembro de origen, la CNMV podrá aprobar el folleto de un emisor de un Estado no miembro de la Unión Europea, preparado según la legislación de ese tercer Estado, para la admisión a negociación en un mercado secundario oficial español o europeo, o para una emisión u oferta pública de venta de valores en un mercado español o europeo, siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

- (i) que el folleto se haya elaborado con arreglo a estándares internacionales establecidos por organizaciones internacionales de comisiones de valores, como los estándares de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en su acrónimo inglés); y
- (ii) que los requisitos de información, incluida la información de carácter financiero, sean equivalentes a los requeridos en el Real Decreto 1310/2005 y su normativa de desarrollo.

1.2 · España como Estado miembro de origen

El Real Decreto 1310/2005 parte de un apriorismo a la hora de regular el folleto que debe presentar el emisor domiciliado en terceros países, pues el artículo 31 establece como condición para su aplicación que España sea el Estado miembro de origen, pero en ningún lugar del propio Real Decreto ni de la Ley del Mercado de Valores ni de la normativa de desarrollo del Real Decreto se define qué deba entenderse por Estado miembro de origen. Así, habrá que acudir a la Directiva de Folletos para hallar la definición.

¹ Comunicación de la Comisión, de 11 de mayo de 1999, sobre la «Aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción» [COM (1999) 232]

² Recuérdese que el propio Considerando 1 de la Directiva de Folletos señala que la Directiva de 1980 introdujo «un mecanismo parcial y complejo de reconocimiento mutuo que no puede asegurar el objetivo del pasaporte único establecido» en la propia Directiva. Desde otro punto de vista, y para poder valorar adecuadamente la diferencia que puede suponer un régimen de pasaporte comunitario frente a uno de reconocimiento, resulta interesante recordar el sexto informe provisional sobre el PASF [COM 2002 (267) final], que señala que un estudio encargado por la Mesa redonda europea sobre los servicios financieros calculó que la integración de los servicios financieros en la Unión podía suponer un incremento de entre el 0,5 y el 0,7 por ciento anual al PIB de la UE, lo que equivale a 43 mil millones de euros al año.

Aunque se trate de un concepto ya abordado por la doctrina³, conviene recordar lo que la Directiva de Folletos dispone al respecto. Así, el artículo 2 de la Directiva de Folletos define como Estado miembro de origen, para emisores e valores que no sean valores no participativos con denominación unitaria superior o igual a 1.000 € ni emisores de derivados, el Estado miembro donde el emisor tenga su domicilio social. Para los emisores de valores no participativos con valor nominal unitario superior o igual a 1.000 € (o su equivalente en moneda distinta del €) y para emisores de valores derivados, se podrá considerar Estado miembro de origen bien al Estado del domicilio social de emisor bien el Estado en que los valores se oferten al público, a elección del emisor, el oferente o la persona que solicite la admisión a cotización⁴.

Para emisores procedentes de terceros países, el propio artículo 2 de la Directiva de Folletos dispone que deberá considerarse como Estado miembro de origen, salvo para los casos antes mencionados (valores de alta denominación y derivados), el Estado miembro en el que los valores se ofrezcan al público por primera vez tras la entrada en vigor de la Directiva, o en que se efectúe por primera vez una solicitud de admisión a cotización en un mercado regulado⁵. Se sienta así el denominado efecto *lock in*, conforme al cual un emisor procedente de un tercer país quedará vinculado o anclado de modo permanente al Estado miembro cuya autoridad competente apruebe el primer folleto de oferta o admisión a cotización. Dicho efecto debe provocar competencia entre los Estados miembros para con-

vertirse en Estados miembros de origen de los emisores de terceros países; de hecho, los agentes de los mercados anglosajones se están mostrando activos en la promoción de sus Estados como Estados miembros de origen: pueden citarse iniciativas en este sentido en Irlanda o Alemania, p. ej., tendentes a atraer a los emisores de terceros países.

Se exceptúa de la anterior regla, además del supuesto general de emisiones de valores de alta denominación y de derivados, el supuesto en que la elección del Estado miembro de origen no haya sido realizada por el emisor de los valores. Es decir, en el caso en que la elección del Estado miembro de origen haya sido realizada por un oferente de valores que no sea el propio emisor (p. ej., un accionista que realiza una oferta de venta de valores del emisor de los que es titular), dicha elección no vinculará al emisor de los valores que podrá elegir su propio Estado miembro de origen con motivo de la autorización del primer folleto para el que solicite aprobación.

Pues bien, volviendo al Real Decreto 1310/2005, corresponderá a la CNMV la aprobación del folleto de oferta o de admisión a cotización cuando el emisor, oferente o quien solicita la admisión a cotización elija España como Estado miembro de origen. Y parece evidente que, para emisores procedentes de países latinoamericanos, España debería perfilarse como el Estado miembro de origen natural; dicho en otras palabras, debería ser la puerta de acceso de los emisores latinoamericanos a Europa. Las razones parecen obvias: por un lado, la identidad de idioma que permitirá a los emisores que ya hubieran registrado un folleto en sus Estados de origen en español, valerse de esa versión española del folleto para solicitar la admisión a cotización o realizar la oferta de venta o suscripción (*vid.* apartado 3 siguiente). Pero contar con un idioma común no supone una ventaja únicamente a efectos de elaborar el folleto, sino que deberá facilitar en gran medida las relaciones y los contactos del emisor tanto con la autoridad competente del Estado miembro de origen, en este caso, la CNMV como con sus asesores. Por otro lado, existe una identidad cultural y una identificación mayores de los emisores latinoamericanos con España que con el resto de países europeos y un mayor interés del mercado español por los valores latinoamericanos que el que ofrecen otros grandes mercados europeos, como demuestra la existencia del Mercado de Valores Latinoamericano o Latibex.

Finalmente, debe mencionarse que la disposición transitoria primera del Real Decreto 1310/2005 exi-

3 Entre la doctrina española, cabe citar los siguientes trabajos: García de Enterría, J., «La integración de los mercados de emisiones. La Directiva de Folletos», en *El espacio financiero único en la Unión Europea. Los mercados de valores* (Beneyto, J. M. y Martínez-Echevarría, A., dir.), Barcelona, 2006, pp. 334-339; y Valmaña Ochaita, M., «Distintos aspectos del régimen sobre el folleto en supuestos de OPV o admisión a cotización (Directiva 2003/71/CE del Parlamento y del Consejo)», *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 23, 2004, pp. 97-99. Entre la doctrina en lengua inglesa, por todas, *vid.* *Raising capital in Europe. The Legal Framework Following the EU Prospectus Directive*, (de Carlos, L., coord.), Londres, 2005.

4 Recuerda García de Enterría, *cit.*, p. 336, que la definición dual de Estado miembro de origen que finalmente adoptó la Directiva no es ajena a las preocupaciones manifestadas por las organizaciones profesionales como la European Banking Federation y la International Primary Market Association sobre la complejidad que la definición de un único Estado miembro de origen que coincidiese con el domicilio del emisor supondría para los mercados internacionales especializados como el euromercado.

5 Para admisiones a cotización en Latibex, *vid.* el apartado 5 siguiente.

gía a los emisores domiciliados en terceros países con valores admitidos a cotización en un mercado secundario oficial español o en un mercado regulado de otro Estado miembro y que quisiesen designar a España como Estado miembro de origen, que comunicasen su elección a la CNMV antes del 31 de diciembre de 2005. La CNMV no recibió ninguna comunicación de elección de ningún emisor latinoamericano antes de dicha fecha, probablemente porque, como se verá más adelante, Latibex, que es el mercado en que se negocian los valores latinoamericanos, no es un mercado secundario oficial y, en consecuencia, no existen emisores latinoamericanos con valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales españoles.

3 · LA CUESTIÓN DEL IDIOMA DEL FOLLETO

El Real Decreto sigue fielmente en esta materia las disposiciones del artículo 19 de la Directiva de Folletos. Como se ha indicado, una de las ventajas que ofrece España como Estado miembro de origen es la posibilidad de que los emisores u oferentes registren su folleto en español o incluso, en el caso de que el país de procedencia del emisor u oferente asegure que los folletos que aprueba cumplen requisitos equivalentes a los de la Directiva de Folletos, podrá utilizar el mismo folleto que haya registrado en su país de procedencia. Así, destaca el artículo 23 del Real Decreto 1310/2005 que «los folletos que apruebe la CNMV para admisiones a negociación en un mercado secundario oficial español se redactarán, a elección de la persona que solicite la admisión, en castellano, en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales o en otro idioma distinto de los anteriores que acepte la CNMV». Cuando el emisor u oferente pretenda realizar su oferta o solicitar su admisión a cotización en un mercado secundario oficial de un país distinto de España, ya sea exclusivamente ya sea junto con una oferta o admisión a cotización en un mercado español, no obstante, deberá redactarse el folleto en una lengua aceptada por las autoridades competentes de todos los Estados miembros o, alternativamente, en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales (es decir, en inglés).

4 · EL ALCANCE Y LA PRUEBA DE LA EQUIVALENCIA

4.1 · El alcance de la equivalencia

Se ha apuntado anteriormente que la CNMV podrá aprobar un folleto aprobado o registrado en el Esta-

do del emisor siempre que se cumplan determinados requisitos de equivalencia. Conviene dedicar unas líneas a tratar el alcance de tal equivalencia y el procedimiento para su declaración.

En cuanto al alcance, debe tenerse presente que el objetivo de la Directiva de Folletos y del Real Decreto 1310/2005 no es otro que el de establecer criterios y requisitos comunes para la aprobación del folleto. Ni más ni menos. Quiere decirse que, como señala el Considerando 15 de la propia Directiva de Folletos, «los requisitos de publicidad previstos en la Directiva no deben impedir que un Estado miembro, la autoridad competente o una Bolsa a través de su reglamento impongan otros requisitos particulares en el contexto de la admisión a cotización de valores en un mercado regulado (en particular respecto de la gobernanza corporativa). Dichos requisitos no podrán restringir directa o indirectamente la elaboración, el contenido y la divulgación de un folleto aprobado por una autoridad competente».

Así, conviene recordar que, en materia de reglas de admisión a cotización, los emisores deberán respetar lo dispuesto en los arts. 25 y ss. de la LMV y en el propio Real Decreto 1310/2005 (en particular, su artículo 9) en materias tales como capitalización mínima (6 millones de Euros de valor esperado de mercado en el caso de acciones), distribución suficiente (el 25 por ciento de las acciones objeto de admisión deben estar repartidas entre el público, siendo suficiente, para emisores extranjeros, que este requisito se cumpla en su bolsa de origen) o prohibición de solicitud de admisión parcial de acciones; cabría plantearse, en relación con este último requisito, si el hecho de que el país de origen del emisor no exija la cotización de todas las acciones (o de todas las acciones de la misma clase) sería motivo suficiente para denegar la admisión a cotización⁶. Por otro lado, el propio Real Decreto 1310/2005 daba

6 Obsérvese que el art. 46 de la LMV exige que, en caso de solicitud de admisión a negociación de acciones y valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción, la solicitud se refiera a la totalidad de los valores emitidos, con las excepciones que el Gobierno pueda establecer. En cambio, el art. 9.8 del Real Decreto 1310/2004 exige que la solicitud de admisión se refiera a todas las acciones *de una misma clase*, contradiciendo así la prohibición de admisión parcial de la LMV y acercándose, al mismo tiempo, a la literalidad del art. 49 de la Directiva 2001/34, que requiere que la solicitud de admisión se refiera a todas las acciones *de la misma categoría*. Véase, sobre la aplicación que la CNMV ha venido realizando del art. 46 LMV, Ybañez, J., «Proceso de admisión a cotización en los mercados bursátiles y ofertas públicas de venta o suscripción», en *La sociedad cotizada* (Vives, F. y Pérez-Ardá, J, coords.), Madrid, 2006, p. 410.

un plazo de 6 meses desde su entrada en vigor a los organismos rectores de las bolsas de valores para que aprobasen sus reglas propias de admisión a negociación de los valores que se negociasen en sus bolsas. En tanto las sociedades rectoras no aprueben sus reglamentos, continuará en vigor el capítulo V del Reglamento de Bolsas de 1967.

Por lo que respecta a normas sobre buen gobierno corporativo, deberán cumplir los emisores condiciones tales como disponer de un comité de auditoría, disponer de una página web, la elaboración de un informe anual de gobierno corporativo o la elaboración de un reglamento del consejo o un reglamento interno de conducta. Podría plantearse si cabe alguna excepción justificada al cumplimiento estricto de las normas sobre información y buen gobierno en el caso de las sociedades cotizadas extranjeras cuya legislación de origen sea incompatible con la española⁷.

4.2 · La prueba de la equivalencia. El estado de la cuestión en materia de información financiera

En relación con la prueba de la equivalencia, el artículo 20.3 de la Directiva de Folletos señala que,

«para asegurar la aplicación uniforme de la presente Directiva, la Comisión podrá adoptar medidas de ejecución, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 24, declarando que un tercer país asegura que los folletos elaborados en ese país cumplen requisitos equivalentes a los establecidos en la presente Directiva, en virtud de su legislación nacional o de la prácticas o procedimientos basados en normas internacionales establecidas por organizaciones internacionales, incluidas las normas de divulgación de la OICV». Las medidas de ejecución mencionadas suponen el nivel 2 del denominado sistema Lamfalussy⁸ que prevé, para la Directiva de Folletos, que la Comisión esté asistida, a la hora de adoptar las medidas correspondientes, por el Comité Europeo de Valores (*European Securities Committee* - «ESC») y consulte con el Comité Europeo de Reguladores de Valores (*Committee of European Securities Regulators* - «CESR»), siguiendo el también denominado procedimiento de comitología.

La Comisión se ha ocupado parcialmente de esta cuestión en su Reglamento 809/2004⁹. Así, su artículo 35 establece normas transitorias para determinados emisores de terceros países en relación con su obligación de reexpresar su información financiera histórica con arreglo al Reglamento (CE) 1606/2002¹⁰. A partir del 1 de enero de 2007, los emisores de terceros países que tengan valores admitidos a negociación en un mercado regulado y hayan presentado la información financiera histórica conforme a los principios de contabilidad de su país de origen, y aquellos que hayan preparado su información financiera histórica conforme a normas internacionalmente aceptadas, no deberán reexpresar su información con arreglo al Reglamento 1606/2002, pero deberán presentar la información financiera histórica requerida utilizando para el establecimiento de la equivalencia

⁷ La Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas contiene dos normas específicamente destinadas a sociedades extranjeras: la norma 5.^a exige de la obligación de preparar el informe anual de gobierno corporativo a las sociedades extranjeras cuando ellas o sus sociedades dominantes hayan elaborado un informe *equivalente* de conformidad con las reglas de su país de origen; por su parte, la norma 9.^a exige que las sociedades extranjeras cotizadas en mercados secundarios oficiales cuenten con una página web según lo previsto en la propia Circular, pero *adaptada a las especificidades propias de la regulación de su país de origen*. Nada dice la Circular, sin embargo, sobre una posible incompatibilidad de normas y debe resaltarse que la cuestión no es puramente teórica: así, es fácil imaginar que una norma extranjera imponga para el Comité de Auditoría una composición, o unos plazos de duración del cargo de Presidente, diferentes a los que establece la Disposición Adicional 18 de la LMV (introducida por el artículo 47 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero); o que el reglamento interno de conducta requerido por el país de origen de la entidad extranjera no se adecue exactamente a las disposiciones de la normativa española. Parece oportuno mencionar los dos recursos que Telefónica, S.A. interpuso ante la *Comissão de Valores Mobiliários* brasileña por supuesta incompatibilidad de algunas disposiciones de la norma brasileña sobre el reglamento interno con las disposiciones de la ley española [procesos CVM N.º RJ 2002/5560 (RC N.º 3996/2003) de 17/04/2003 y CVM N.º RJ 2002/5560 (Reg. n.º 3996/2003) de 18 de mayo de 2004, disponibles ambos en la página web de la CVM: www.cvm.gov.br]

⁸ Sistema propuesto en el Informe final del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos, de fecha 15 de febrero de 2001, conocido como «Informe Lamfalussy».

⁹ Reglamento (CE) 809/2004, de 29 de abril, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en cuanto a la información contenida en los folletos así como el formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad. El Reglamento ha sido incorporado a la normativa española mediante la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la LMV.

¹⁰ Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad.

el mecanismo que a tal efecto establecerá la Comisión por el procedimiento de comitología.

El ESC publicó el 12 de julio de 2006 un borrador de Reglamento de la Comisión¹¹ para modificar el Reglamento 809/2004 en materia de estándares contables para la elaboración de información histórica. Conforme al borrador del ESC, todos los emisores de terceros países excepto los que hayan seguido PCGA de Estados Unidos, Japón y Canadá en la elaboración de su información histórica¹², incluidos los emisores latinoamericanos, deberán, a partir del 1 de enero de 2007, reexpresar toda la información financiera que no haya sido preparada conforme a normas internacionales de contabilidad, teniendo en cuenta que, a efectos del Reglamento, las normas de contabilidad de terceros países se considerarán equivalentes a las normas internacionales de contabilidad si la notas a la información financiera preparada de acuerdo con las normas del tercer país contienen una declaración explícita y sin reservas de que cumplen con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)¹³.

Por su parte, el Real Decreto 1310/2005 señala, en su artículo 31.2, que se considerará que los siguientes documentos cumplen el requisito de presentar información financiera equivalente a la requerida por el Real Decreto 1310/2005: a) la cuentas anuales elaboradas de acuerdo con, entre otros, los estándares internacionales de contabilidad o con principios de contabilidad internacionalmente aceptados; b) las cuentas anuales auditadas de acuerdo con, entre otros, los estándares internacionales de auditoría o con principios generales de auditoría internacionalmente aceptados.

Dos aspectos llaman la atención cuando se compara el art. 31.2 del Real Decreto 1310/2005 con las disposiciones del Reglamento 809/2004: por un lado, que el Real Decreto 1310/2005 deje abiertos los criterios para establecer la equivalencia de la información financiera, ya que, además de los criterios mencionados, puede haber otros que el Real Decreto no identifica; por otro, resulta también llamativo que el Real Decreto acuda a los estándares internacionales de auditoría y a los principios gene-

rales de auditoría internacionalmente aceptados cuando el hecho de que en la auditoría se hayan seguido principios o estándares internacionales de auditoría no es un criterio que la Directiva de Folletos o el Reglamento 809/2004 tengan en cuenta a efectos de establecer la equivalencia de la información financiera. Aunque una interpretación literal del art. 31.2 no deja lugar a dudas sobre el carácter alternativo de ambos tipos de documentos, la única interpretación razonable y conforme con la normativa comunitaria sería la que preconizase que ambos requisitos deben concurrir: es decir, debe tratarse de cuentas anuales preparadas según estándares internacionales de contabilidad o con principios de contabilidad internacionalmente aceptados y, cumulativamente, deben estar auditadas conforme a los estándares internacionales de auditoría (*international standards on auditing* o ISA, enunciados por el *International Auditing and Assurance Standards Board-IAASB*) o con los principios generales de auditoría internacionalmente aceptados a que se refiere el Real Decreto 1310/2005. Recuérdese, por otro lado, que los estándares internacionales de auditoría no son más que un conjunto de estándares sobre la forma en que debe practicarse la actividad auditora, pero nada dicen sobre las normas y principios contables que deben seguirse para la elaboración o verificación de la información financiera.

4.3 · La equivalencia en relación con información no financiera

En cuanto a las obligaciones de información no financiera, cabe recordar que el CESR elaboró un cuestionario a finales de 2003, cuyo resultado comunicó a la Comisión en enero de 2004¹⁴, y que concluyó que ningún país consultado acepta automáticamente folletos aprobados fuera de la UE. Todos los reguladores de la Unión comparan el contenido de los folletos aprobados por reguladores de terceros países con sus requisitos internos. Cabe la posibilidad de que un regulador europeo llegue a la conclusión de que un folleto aprobado por un tercer país cumple con los requisitos del Estado miembro de destino, en cuyo caso aprobará el folleto tal como le sea presentado, pero no porque haya sido

¹¹ Documento de trabajo ESC/23/2006.

¹² Estos tendrán un período transitorio adicional hasta el 31 de diciembre de 2008 durante el que no deberán reexpresar su información financiera.

¹³ Nótese que las normas de contabilidad que debe seguir un emisor extranjero en EE.UU. son bastante similares a las NIIF.

¹⁴ Summary of the answers to the questionnaire on factual information on the legislation and practices of member States regarding the treatment of third country issuers with respect to the drawing up and approval of prospectuses (article 20 of the Prospectus Directive), Ref. CESR 03-496.

previamente aprobado por un tercer país sino como resultado de su análisis y comparación.

En defecto de medidas de ejecución adoptadas por la Comisión distintas de las medidas relativas a información financiera, la CNMV deberá decidir en cada caso si considera que la información contenida en un folleto aprobado por la autoridad del país de origen de un emisor domiciliado en un país tercero es equivalente o no a la información requerida por el Real Decreto 1310/2005. Así resulta del artículo 31.2 del Real Decreto 1310/2005: «en ausencia de medidas de ejecución adoptadas por la Comisión Europea por las que se declare que un Estado que no sea miembro de la Unión Europea garantiza la equivalencia de los folletos elaborados en dicho país con la Directiva 2003/71/CE, la CNMV podrá declarar dicha equivalencia teniendo en cuenta la legislación nacional y las prácticas o procedimientos de ese tercer país basados en los estándares internacionales establecidos por organizaciones internacionales, como los estándares de información de la Organización Internacional de Comisiones de Valores»¹⁵. A fecha de hoy, la CNMV no ha formulado ninguna declaración de equivalencia en relación con ningún emisor latinoamericano (de nuevo, porque todos los emisores latinoamericanos con acciones cotizadas en España han optado por Latibex). En el apartado 6 se realiza un breve análisis comparativo de los requisitos de información exigidos por las principales economías latinoamericanas respecto a los exigidos por la normativa española.

Por otro lado, cabe pensar que, en virtud del principio del pasaporte comunitario, la decisión de la CNMV vinculará a los otros reguladores. Es decir, en el caso de que la CNMV considere que un folleto aprobado por un determinado Estado no miembro contiene información equivalente a la requerida por el Real Decreto 1310/2005 y, en consecuencia, decida aprobar el folleto de que se trate, bastará un simple certificado expedido por la CNMV conforme al artículo 29 del Real Decreto para que el emisor extracomunitario pueda solicitar una admisión a cotización o realizar una oferta de venta o suscrip-

ción en cualquier otro Estado miembro, sin que la autoridad del Estado miembro de destino pueda reexaminar el folleto o discrepar de la decisión adoptada por la CNMV. Así lo dice expresamente el art. 29.1 de la LMV, cuyo apego a la Directiva de Folletos le lleva a regular los efectos en un tercer país de un acto de la CNMV: «sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 30, el folleto aprobado por la CNMV, así como sus suplementos, serán válidos para la admisión a negociación en cualesquiera Estados miembros de acogida, siempre que la CNMV lo notifique a la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida de conformidad con lo establecido reglamentariamente». La única excepción consistirá, como reza el propio artículo transcrito, en la posibilidad de que el Estado miembro de acogida imponga las medidas cautelares reguladas en el art. 23 de la Directiva de Folletos (cuyo equivalente se halla en el art. 30 de la LMV).

5 · EL MERCADO DE VALORES LATINOAMERICANOS (LATIBEX)

5.1 · Características del mercado

Deben dedicarse unas líneas al encaje del Mercado de Valores Latinoamericanos (conocido como Latibex) en el nuevo modelo diseñado por la Directiva de Folletos y el Real Decreto 1310/2005 y, para ello, parece oportuno empezar por trazar los rasgos básicos de Latibex.

Latibex fue autorizado por acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de octubre de 1999 como mercado de valores sin la condición de mercado oficial, para la negociación de valores emitidos por sociedades latinoamericanas en Euros. No es un mercado secundario oficial porque no fue autorizado conforme al art. 31.2 de la LMV sino al amparo del art. 31.4, que regula los denominados Sistemas Organizados de Negociación (mercados o sistemas organizados de negociación de valores y otros instrumentos que no tienen la consideración de mercados oficiales)¹⁶.

¹⁵ Véase, en lo que concierne a acciones, el informe de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, publicado en septiembre de 1998 y disponible en la página web de la IOSCO (www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf) y los documentos relacionados con él. En materia de títulos de deuda, la IOSCO publicó en octubre de 2005 un *consultation report* disponible igualmente en su página web.

¹⁶ Para una descripción general de las características y el funcionamiento del mercado latinoamericano de valores, *vid.*, De Carlos, L. y Calbacho, F., «El nuevo mercado de valores latinoamericanos» en *Themis*, n.º 40, 2000 o su versión inglesa de febrero de 2000 en *International Financial Law Review*. Para una visión más de mercado y menos jurídica, *vid.* Zoido Martínez, A. J., «El mercado Latibex, un instrumento eficaz para las empresas latinoamericanas: el caso de Brasil», en *Información Comercial Española*, n.º 810, octubre-noviembre 2003, pp. 247 y ss.

Latibex nació con la voluntad de establecer un sistema flexible y poco complicado que permitiese un acceso fácil de los inversores europeos (y no sólo españoles) a valores latinoamericanos, en Euros, y el acceso de éstos al mercado europeo. Por ello, el procedimiento de admisión a negociación es bastante más sencillo que el que resultaría aplicable para obtener la admisión a negociación en un mercado secundario oficial. De hecho, el proceso de admisión está basado en el sistema de reconocimiento: no hará falta elaboración de información financiera conforme a principios europeos o internacionales, ni elaborar un folleto conforme con la normativa española, ni pasar prueba alguna de equivalencia, pues el mercado reconocerá y considerará suficiente la información registrada en el país de origen (sí aplicarán, sin embargo, las normas de conducta españolas, así como el régimen de supervisión e inspección previsto en la LMV). En puridad, el Mercado de Valores Latinoamericano no responde al modelo de reconocimiento mutuo, sino que va más allá: constituye un ejemplo de lo que ha dado en llamarse «reconocimiento unilateral de valores», es decir, el reconocimiento unilateral de las admisiones a negociación de ciertos valores efectuadas por autoridades extranjeras¹⁷. La unilateralidad queda manifiesta por el hecho de que la admisión a cotización en el mercado puede ser solicitada por los miembros del mercado sin contar, en teoría, con la aquiescencia ni del emisor ni del regulador del país de origen. Nótese, a este respecto, que la admisión a negociación en un mercado secundario oficial debe ser solicitada por el propio emisor (*vid.*, p. ej., arts. 27 y 32 LMV).

El mercado está destinado a emisores que tengan una capitalización de más de 300 millones de Euros y coticen en alguna de las bolsas latinoamericanas cuyas reglas de funcionamiento sean equiparables a las que rigen en el mercado español de valores, entendiéndose por tales las referidas a la supervi-

sión de las operaciones así como a la recepción y difusión de la información relativa a las entidades emisoras de valores admitidos a negociación. Las bolsas de origen deben haber sido previamente homologadas por el Comité de Supervisión del Mercado. Los valores admitidos en Latibex pueden ser acciones, obligaciones y otros valores de renta fija o variable, y resulta destacable que no es necesario crear título intermediarios, como los *depository receipts*, para su cotización: el valor cotizado es exactamente el valor original emitido por el emisor. Los valores se negocian en las cuatro bolsas españolas a través del Sistema de Inteconexión Bursátil o SIBE, el mismo sistema que se utiliza para la negociación de valores en el mercado continuo. Por otro lado, está prevista la admisión de miembros de bolsas latinoamericanas a Latibex (existen actualmente tres miembros latinoamericanos admitidos al mercado). Dado que los valores admitidos a cotización son valores extranjeros, éstos son inmovilizados bien a través de la cuenta que SIBE tenga abierta en el depositario central u organismo equivalente del país de origen de los valores, bien por una entidad participante en este sistema que desempeñará la función de enlace entre ambos sistemas.

Actualmente, 35 entidades latinoamericanas cotizan en Latibex, procedentes de bolsas de México, Brasil, Argentina, Chile, Venezuela, Panamá, El Salvador, Puerto Rico y Perú. El tamaño de éstas ha colocado a Latibex como el tercer mercado de valores latinoamericanos por capitalización bursátil.

5.2 · Latibex y el sistema de pasaporte comunitario

Según la información de la sesión del Consejo de Ministros que autorizó Latibex, este mercado debía servir «de punto de unión entre las bolsas iberoamericanas y el sistema de bolsas que se está construyendo en Europa». Ahora bien, contrariamente a lo que se anunció, dado el carácter de mercado no oficial de Latibex, ninguna de las sociedades que cotiza en el mercado puede beneficiarse de tal hecho para solicitar su admisión a cotización o para realizar una oferta de venta o suscripción en ningún mercado secundario oficial europeo y, al mismo tiempo, el hecho de solicitar admisión a cotización a Latibex no supondrá una elección de España como estado miembro de origen a efectos de la Directiva de Folletos. Inversamente, el emisor u oferente que acepte asumir la complejidad, el coste y las obligaciones iniciales y continuadas que supone la cotización en un mercado secundario oficial podrá beneficiarse del principio de pasaporte

¹⁷ Siguiendo a Castilla Cubillas, M., «El reconocimiento unilateral de valores en la era de la competencia entre mercados», en *Información Comercial Económica*, n.º 801, agosto-septiembre 2002, pp. 109 a 122, las diferencias entre reconocimiento mutuo y reconocimiento unilateral pueden resumirse en que el reconocimiento mutuo promueve la remoción de obstáculos legales entre estados, en tanto que el reconocimiento unilateral se enmarca en una política de competencia entre mercados, por un lado y, por el otro, en que el sistema de reconocimiento unilateral acepta como suficiente la información reconocida por el regulador del país de origen, mientras que en el sistema de reconocimiento recíproco, la información debe adaptarse a ciertas exigencias del país de destino.

comunitario y verá, de ese modo, abiertas las puertas del mercado europeo.

Podría concluirse, pues, que Latibex se encuentra actualmente en competencia con los mercados secundarios oficiales por la captación de los emisores u oferentes latinoamericanos; ambos sistemas se les ofrecen como alternativos: deberán elegir entre estar presentes en un único mercado relativamente pequeño (Latibex), a cambio de mayor flexibilidad en el cumplimiento de requisitos, o tener la posibilidad de acceder a un mayor número de mercados a cambio de una mayor complejidad y rigidez. Mientras los emisores latinoamericanos se inclinan por Latibex, como está ocurriendo y demuestra el hecho de que no existe ningún emisor latinoamericano que cotice en mercados secundarios oficiales españoles, las opciones de incorporarlos al mercado europeo oficial de valores parecen escasas, pues, en buena lógica, no tendría mucho sentido cotizar en ambos sistemas. En este contexto, las perspectivas de España (o de cualquier otro Estado miembro) para ser elegida Estado miembro de origen a efectos de la Directiva de Folletos y del Real Decreto 1310/2005 por parte de emisores latinoamericanos son poco halagüeñas, tanto como las opciones de que éstos decidan abandonar Latibex para pasar a cotizar en mercados secundarios oficiales.

Desde una óptica distinta, cabe decir que España se encuentra ante la disyuntiva de seguir fomentando la cotización de valores latinoamericanos exclusivamente en Latibex, lo que facilita la negociación de esos valores en España, pero no garantiza que, en un futuro, los mismos emisores que cotizan en Latibex no elijan para otras emisiones —de valores de deuda, por ejemplo— otro Estado miembro de origen; o apostar por el sistema del pasaporte comunitario, lo que tendrá el efecto de anclar (*lock in*) a los emisores latinoamericanos a la autoridad de la CNMV para todas sus futuras operaciones en Europa.

6 · EL FOLLETO EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS

Los principales mercados de valores latinoamericanos de renta variable, por capitalización bursátil, son México, Argentina y Brasil¹⁸. Al análisis de los requisitos de información para la admisión a

cotización en las bolsas de dichos países y su comparación con los requisitos de la normativa española e internacional se dedican las próximas líneas. Debe advertirse que la comparación no comprende el análisis de la equivalencia de los principios contables seguidos para la elaboración de la información financiera con los criterios de la Directiva 1606/2002, sino únicamente la confirmación sobre si el tipo y el nivel de documentación financiera exigida es equivalente a la prevista en el Real Decreto 1310/2005.

6.1 · México

Con una capitalización bursátil en renta variable de 650.000 millones USD aproximadamente conforme a los datos publicados por la Federación Iberoamericana de Bolsas («FIAB»), México era el principal mercado latinoamericano en valores de renta variable a finales de 2005. México cuenta con una moderna Ley del Mercado de Valores de fecha 8 de diciembre de 2005, en vigor desde julio de 2006. La regulación sobre admisión a negociación y ofertas de venta o suscripción se encuentra desarrollada por la Circular Unica de Emisoras, de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, de fecha 13 de febrero de 2003, modificada, como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores, por medio de Circular de fecha 14 de agosto de 2006.

Tomando como base de comparación el folleto requerido para la oferta de acciones y para la solicitud de su admisión a cotización, se observa que los requisitos de información previstos en la Circular Unica de Emisoras son, en gran medida, equivalentes a los contenidos tanto en los estándares de información de la IOSCO como en el Reglamento 809/2004 (tributario a su vez en gran medida de los estándares de la IOSCO, como reconoce el propio Reglamento 809/2004 en su Considerando 2)¹⁹, requiriendo, en

¹⁸ Pueden consultarse los datos en la página web de la Federación Iberoamericana de Bolsas (www.fiab.org).

¹⁹ La información requerida en el folleto se describe con gran detalle en el Anexo H de la Circular; su índice es el siguiente: 1) INFORMACIÓN GENERAL: a) Glosario de términos y definiciones; b) Resumen ejecutivo; c) Factores de riesgo; d) Otros valores; e) Documentos de carácter público. 2) LA OFERTA: a) Características de los valores; b) Destino de los fondos; c) Plan de distribución; d) Gastos relacionados con la oferta; e) Estructura de capital después de la oferta; f) Funciones del representante común, en su caso; g) Nombres de personas con participación relevante en la oferta; Tratándose de acciones, adicionalmente: h) Dilución; i) Accionistas vendedores, en su caso; j) Información del mercado de valores. 3) LA EMISORA: a) Historia y desarrollo de la emisora; b) Descripción del negocio: i) Actividad principal; ii) Canales de distribución; iii) Patentes, licencias, marcas y otros

algunos casos, información más detallada que la prevista en el Reglamento. Se revelan algunas pequeñas diferencias en la información sobre el emisor (Anexo I del Reglamento 809/2004), como por ejemplo en materia de información penal sobre los administradores y altos directivos (capítulo 14), la relevancia de las operaciones con partes vinculadas (capítulo 19), cierta información adicional (capítulo 21) o la descripción de contratos relevantes (capítulo 22); el capítulo 13 (previsiones o estimaciones de beneficios), voluntario según señala el propio Reglamento, se encuentra menos desarrollado en la Circular. No existe previsión sobre información financiera pro forma (Anexo II del Reglamento). Y, finalmente, también en la nota sobre valores (Anexo III del Reglamento) se aprecian pequeñas discrepancias, como la ausencia en la Circular de un equivalente del apartado 3 (interés de las personas que participan en la oferta); algunas de las cláusulas o condiciones del capítulo 5 y cierta información sobre los vendedores de los valores (capítulo 7).

En relación con los estándares de IOSCO, se aprecian diferencias mínimas, algunas de ellas coincidentes con las reveladas por la comparación con el Reglamento 809/2004 (como, por ejemplo, la información sobre contratos importantes o el interés de las personas que participan en la oferta).

Por otro lado, por lo que respecta a los estados financieros, la Circular exige un nivel de información similar al del Reglamento y el Real Decre-

to 1310/2005. Conforme al art. 2.1.f) de la Circular, el emisor deberá aportar «estados financieros dictaminados por auditor externo de la emisora, así como de sus asociadas, relativos a los 3 últimos ejercicios sociales o desde la fecha de constitución de la empresa, cuando ésta sea menor a 3 años, sin que el estado financiero correspondiente al ejercicio más reciente tenga una antigüedad superior a 15 meses». Por su parte, el art. 1 de la Circular define «estados financieros» como «balance general, estado de resultados, estado de variaciones en el capital contable y estado de cambios en la situación financiera o de flujo de efectivo de una emisora, incluyendo las notas correspondientes que se proponen a la Comisión, así como a la Bolsa». Los estados financieros deberán ser elaborada conforme a las normas de información financiera que reconozca y emita el Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera y auditada con base en las normas de auditoría generalmente aceptadas emitidas por el Instituto Mexicano de Contadores Públicos²⁰.

6.2 · Argentina

Conforme a la FIAB, la capitalización bursátil conjunta en renta variable de las bolsas de Buenos Aires y Rosario ascendió a finales de 2005 a 500.000 millones de USD al cierre de 2005. En Argentina, la emisión y admisión a cotización de valores están sujetas a la Ley 17.811 de oferta pública de títulos valores, de 16 de julio de 1968 y en las Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV) de 2001. El Anexo I del capítulo VIII de las Normas regula en detalle el folleto (prospecto) de oferta de venta o

contratos; iv) Principales clientes; v) Legislación aplicable y situación tributaria; vi) Recursos humanos; vii) Desempeño ambiental; viii) Información del mercado; ix) Estructura corporativa; x) Descripción de los principales activos; xi) Procesos judiciales, administrativos o arbitrales; Tratándose de acciones, adicionalmente: xii) Acciones representativas del capital social; xiii) Dividendos; Tratándose de emisoras extranjeras, adicionalmente: xiv) Controles cambiarios y otras limitaciones que afecten a los tenedores de los títulos. 4) INFORMACIÓN FINANCIERA: a) Información financiera seleccionada; b) Información financiera por línea de negocio, zona geográfica y ventas de exportación; c) Informe de créditos relevantes; d) Comentarios y análisis de la administración sobre los resultados de operación y situación financiera de la emisora: i) Resultados de la operación; ii) Situación financiera, liquidez y recursos de capital; iii) Control interno; e) Estimaciones, provisiones o reservas contables críticas. 5) ADMINISTRACION: a) Auditores externos; b) Operaciones con personas relacionadas y conflictos de interés; c) Administradores y accionistas; d) Estatutos sociales y otros convenios; Tratándose de emisoras extranjeras, adicionalmente: e) Otras prácticas de gobierno corporativo. 6) PERSONAS RESPONSABLES. 7) ANEXOS: a) Estados financieros y opiniones del comité de auditoría, e informe del comisario, en su caso; b) Opinión legal; c) Título que ampara la emisión; d) Calificación sobre el riesgo crediticio de la emisión o del programa, en su caso.

²⁰ Conforme al artículo 79 de la Circular, los emisores extranjeros deberán preparar su información financiera según uno de los criterios siguientes: (i) normas de información financiera que reconozca y emita el Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera, o (ii) normas internacionales de contabilidad emitidas por el Consejo Internacional de Normas de Contabilidad (IASB) o conforme a US GAAP, debiendo incorporar en las notas complementarias correspondientes un documento explicativo de las diferencias relevantes entre las normas contables y métodos utilizados para elaborar sus estados financieros y las normas mexicanas, o (iii) principios de contabilidad aplicables en el país de origen de la emisora, debiendo incorporar en las notas complementarias un documento explicativo de las diferencias relevantes entre las normas de información financiera y los principios contables y métodos utilizados para elaborar sus estados financieros y las normas mexicanas, así como una conciliación de las cuentas más relevantes que permita, en su caso, cuantificar las diferencias entre unas y otros.

suscripción²¹. Las Normas regulan únicamente el folleto para el caso de «solicitud de admisión al régimen de oferta pública» de venta o suscripción, y no hacen extensivas sus reglas al supuesto de solicitud de admisión a cotización sin oferta pública; de hecho, tal hipótesis no está regulada en las Normas, y el propio Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en su artículo 58, exige como condición para solicitar la admisión a cotización de acciones que se acompañe a la solicitud «la documentación e información exigidas para el ingreso al régimen general de la oferta pública de valores», entre la que se encuentra precisamente el folleto.

La información requerida por las Normas de la CNV reproduce, de manera prácticamente literal, los estándares de la IOSCO y coincide, en consecuencia, en gran medida con la información contemplada en el Reglamento 809/2004. Se aprecian pequeñas diferencias en los siguientes aspectos, tomando como base la numeración del Reglamento 809/2004: en materia de auditores (apartado 2 del Anexo I del Reglamento), la norma argentina no exige que mencionen las causas del cambio de

auditor, en su caso; la información sobre inversiones futuras (apartado 5.2.3) es un poco más amplia que la requerida por la norma argentina; no existe en las Normas un equivalente al apartado 13 del Reglamento sobre provisiones o estimaciones de beneficios (información que, como se sabe, tiene carácter voluntario en el Reglamento); al igual que ocurre en México, no hay previsión de revelación de la información penal de los administradores del emisor (apartado 14.1); la información sobre conflictos de interés (apartado 14.2) no es idéntica a la establecida en el Reglamento; y, finalmente, la información sobre operaciones vinculadas no es completamente equivalente a la fijada en el capítulo 19 del Reglamento. También a semejanza de lo que ocurre en México, las Normas no contienen previsión alguna sobre información financiera pro-forma. Por lo que se refiere a la nota sobre los valores, las Normas y el Reglamento 809/2004 guardan una notable similitud, a pesar de lo cual puede apreciarse que el Reglamento enumera determinadas informaciones que no tiene reflejo en las Normas: así, no hay obligación de mencionar ni las condiciones a que está sujeta la oferta ni sus causas de revocación (capítulo 5)²²; tampoco hay previsión sobre la existencia o no de prácticas de estabilización (capítulo 6); ni, finalmente, sobre la existencia o no de *lock up agreements* o compromisos de no disposición.

En cuanto a la información financiera requerida por la normativa argentina, deben acompañar al folleto los estados contables de la emisora (básicamente, balance o estado de situación patrimonial, estado de resultados, estado de origen y aplicación de fondos—estado de flujo de fondos— e información complementaria) correspondientes a los 3 últimos ejercicios anuales o desde su constitución si su antigüedad fuere menor, junto con los correspondientes informes de auditoría emitidos por contadores públicos independientes. Si el último de los estados contables tuviera una antigüedad mayor a los 5 meses desde la fecha de presentación de la solicitud, la emisora deberá presentar además estados contables especiales confeccionados a una fecha cuya antigüedad no sea mayor a los 3 meses desde la

21 Se reproduce a continuación el índice del folleto que debe presentarse a la Comisión Nacional de Valores: 1) DATOS SOBRE DIRECTORES, GERENCIA DE PRIMERA LÍNEA, ASESORES Y MIEMBROS DEL ÓRGANO DE FISCALIZACIÓN: a) Directores titulares, suplentes y gerentes de primera línea; b) Órgano de fiscalización; c) Asesores; d) Auditores. 2) DATOS ESTADÍSTICOS Y PROGRAMA PREVISTO PARA LA OFERTA: a) Datos estadísticos; b) Método y programa previsto para la oferta. 3) INFORMACIÓN CLAVE SOBRE LA EMISORA: a) Información contable y financiera; b) Indicadores; c) Capitalización y endeudamiento; d) Razones para la oferta y destino de los fondos; e) Factores de riesgo. 4) INFORMACIÓN SOBRE LA EMISORA: a) Historia y desarrollo de la emisora; b) Descripción del negocio; c) Estructura y organización de la emisora y su grupo económico; d) Activo fijo. 5) RESEÑA Y PERSPECTIVA OPERATIVA Y FINANCIERA: a) Resultado operativo; b) Liquidez y recursos de capital; c) Investigación y desarrollo, patentes, licencias, etc.; d) Información sobre tendencias. 6) DIRECTORES, GERENCIA DE LA PRIMERA LÍNEA Y EMPLEADOS: a) Directores y gerencia de primera línea; b) Remuneración; c) Otra información relativa al órgano de administración, de fiscalización y comités especiales; d) Empleados; e) Propiedad accionaria. 7) ACCIONISTAS PRINCIPALES Y TRANSACCIONES CON PARTES RELACIONADAS: a) Accionistas principales; b) Transacciones con partes relacionadas; c) Interés de expertos y asesores. 8) INFORMACIÓN CONTABLE: a) Estados contables y otra información contable; b) Cambios significativos. 9) DE LA OFERTA Y LA COTIZACIÓN: a) Detalles de la oferta y la cotización; b) Plan de distribución; c) Mercados; d) Accionistas vendedores; e) Dilución; f) Gastos de la emisión. 10) INFORMACIÓN ADICIONAL: a) Capital Social; b) Acta constitutiva y estatutos; c) Contratos importantes; d) Controles de cambio; e) Carga tributaria; f) Dividendos y agentes pagadores; g) Declaración por parte de expertos; e) Documentos a disposición.

22 No obstante, el artículo 21 del Capítulo VI («Oferta pública primaria») de las Normas de la CNV señala que la oferta «podrá estar subordinada a determinado resultado de la primera oferta al público de sus valores», en cuyo caso «la oferta y sus aceptaciones se entenderán hechas bajo condición resolutoria.» La condicionalidad de la oferta deberá constar, según el citado artículo, en la solicitud de autorización de la oferta.

fecha de presentación de la totalidad de la documentación e información requeridas.

6.3 · Brasil

Tomando de nuevo los datos publicados por la FIAB, la capitalización bursátil de la Bolsa del Estado de São Paulo (Bovespa) en renta variable era al cierre de 2005 de algo menos de 500.000 millones de USD. La regulación sobre admisión a cotización, oferta de venta y el folleto que hay que presentar (*prospecto de distribuição*) viene recogida en la Ley 6.385, de 7 de diciembre de 1976, del Mercado de Valores, en la Instrucción de la Comisión de Valores Mobiliarios («CVM») n.º 202, de 6 de diciembre de 1993 sobre registro de compañías para negociación de sus valores mobiliarios en bolsa de valores y en la Instrucción CVM n.º 400, de 29 de diciembre de 2003, sobre las ofertas públicas de distribución de valores mobiliarios. Como ocurre en Argentina, la normativa no prevé la posibilidad de solicitar una admisión a cotización sin efectuar simultáneamente una oferta pública de venta o suscripción (de distribución, en términos de la norma brasileña). Y para realizar la oferta pública con solicitud de admisión a cotización en algún mercado, será preciso registrar antes al emisor en la CVM como sociedad abierta. En particular, el folleto está regulado en detalle en el Anexo III de la Instrucción 400.

La Instrucción 400 sigue aproximadamente el guión marcado por la IOSCO²³, aunque en varios

capítulos la información requerida supone una condensación de la información de base. Así, por poner dos ejemplos, en materia de análisis operativo y financiero, recursos financieros e información sobre tendencias (capítulos 9, 10 y 12 del Reglamento 809/2004 y capítulo V de los estándares e la IOSCO), o en materia de administradores (capítulo 14 del Reglamento y VI de los estándares de la IOSCO), la Instrucción es más parca que las dos normas de comparación.

Por lo que se refiere a los documentos contables, la Instrucción prevé la aportación de los estados financieros correspondientes a los 3 últimos ejercicios, así como los últimos estados financieros trimestrales aprobados, todos ellos elaborados conforme a los principios de la contabilidad generalmente aceptados en Brasil (si bien, excepcionalmente, podrán aceptarse estados financieros preparados conforme a principios internacionales).

7 · LA INTEGRACIÓN DE MERCADOS LATINOAMERICANOS

Es oportuno preguntarse qué está ocurriendo, en materia de integración, al otro lado del Atlántico. La integración en el ámbito de América Latina (ya sea regional o multilateral) es un objetivo largamente anhelado por todos los países de la región: baste como muestra de ello la evocación de organismos como ALALC, ALADI, la Comunidad Sudamericana de Naciones, SELA, Mercosur o la Comunidad Andina²⁴. Pero la historia enseña que,

23 El índice del folleto requerido por la Instrucción 400 es el siguiente: RESUMEN. 2) IDENTIFICACION DE ADMINISTRADORES, CONSULTORES Y AUDITORES. 3) INFORMACION RELATIVA A LA OFERTA: a) Composición del capital social; b) Características y plazos: i) Descripción de la oferta y de los valores; ii) En caso de emisión, justificación del precio de emisión y criterios fijados para su fijación; iii) Calendario; iv) Dilución; v) Información sobre el eventual destino de la oferta pública o partes de la oferta pública destinadas a inversores específicos y descripción de éstos; vi) Restricciones a los accionistas; vii) Declaración de no adecuación de la inversión para tipos de inversores; viii) Admisión a negociación; ix) Procedimientos para la eventual modificación de la oferta; c) Contrato de distribución de valores; d) Gastos; e) Contrato de aseguramiento, prácticas de estabilización y opción *green shoe*, en su caso; f) Destino de los fondos; g) Información adicional en caso de constitución de sociedad; h) Estudio de viabilidad económico-financiera. 4) FACTORES DE RIESGO. 5) SITUACIÓN FINANCIERA: a) Discusión y análisis de los administradores sobre los estados financieros; b) Estados financieros auditados de los 3 últimos ejercicios cerrados. 6) INFORMACIÓN SOBRE EL EMISOR: a) Información histórica; b) Actividades; c) Estructura organizativa; d) Propiedad de activos y equipos; e) Composición del capital social; f) Administración; g) Recursos Humanos; h) Contingencias judiciales y administrativas; i) Otras informaciones y contingencias relevantes.

24 Se trata de organismos gubernamentales de carácter total o parcialmente económico general, de ámbito regional o multilateral: la ALALC (Asociación Latinoamericana de Libre Comercio) fue creada por el tratado de Montevideo de 1960 y sustituida en 1980, por medio de otro Tratado de Montevideo, por ALADI (Asociación Latinoamericana de Integración), cuyo objetivo es crear un mercado común por medio de una serie de iniciativas multilaterales flexibles y diferenciadas de acuerdo al nivel de desarrollo de cada país; la Comunidad Sudamericana de Naciones fue constituida en 2004 en Cuzco mediante la Declaración de Cuzco, con el objeto de crear condiciones de convergencia entre Mercosur, Comunidad Andina y Chile en una zona de libre comercio; el SELA (Sistema Económico Latinoamericano y del Caribe) fue creado mediante el Tratado de Panamá en 1975, cuyo objetivo es promover un sistema de consulta y coordinación para concertar posiciones y estrategias comunes de América Latina y el Caribe, en materia económica, ante países, grupos de naciones, foros y organismos internacionales. e impulsar la cooperación y la integración entre países de América Latina y el Caribe; la Comunidad Andina (antiguo Pacto Andino o Grupo Andino), de carácter regional, creada mediante el Acuerdo de Cartagena en 1969, cuyo objetivo es lograr la integración y coo-

cuando se trata de pasar de las declaraciones programáticas a las realidades tangibles, un conjunto de factores endógenos y exógenos ha pesado tradicionalmente más que la voluntad de crear una estructura auténticamente transnacional. Existe una percepción general de que una unión similar a la europea aportaría grandes beneficios a la región, pero los obstáculos que ese objetivo encuentra se antojan, de momento, insalvables, ya se trate de obstáculos contextuales (circunstancias históricas, o culturales, la vecindad con EE.UU., el miedo a la apertura provocado por la falta de mercados globalmente competitivos), ya de factores puramente políticos (como el nacionalismo que motiva que ninguno de los países de la región esté dispuesto a ceder soberanía en aras del objetivo transnacional).

En el ámbito de los mercados de valores, pueden identificarse dos iniciativas o proyectos que persiguen algún tipo de integración de mercados.

7.1 · El proyecto de integración de la FIAB

La FIAB²⁵, con la ayuda del Banco Interamericano de Desarrollo («BID») y el apoyo de las bolsas de España y Portugal, puso en marcha en 2005 un proyecto denominado «Fortalecimiento y desarrollo del Mercado de Valores Regional». El proyecto tiene como principal objetivo apoyar el proceso de integración de los mercados de valores de la región mediante (i) la identificación y el acuerdo de estándares y condiciones a nivel regional para el mutuo reconocimiento de la oferta pública de valores cotizados; (ii) la habilitación de los intermediarios para ofrecer profesionalmente dichos valores en estos mercados; y (iii) la homologación de criterios y estándares de información de emisores y sus valores, así como de hechos relevantes. Por lo que respecta al calendario, el proyecto está en fase de elaboración de una propuesta, que debe ser presentada a los reguladores a finales de 2007 para comentarios. Como se ve, el modelo de cooperación elegido por la FIAB se basará en el reconocimiento mutuo de folletos y en la fijación de unos estándares de información comunes que posibiliten ese reconocimiento mutuo. Todo hace pensar, sin embargo, que

falta aún unos cuantos años para alcanzar el estadio del mutuo reconocimiento.

De momento, la integración ha echado a andar, lentamente, únicamente en el plano bilateral, y de un modo relativamente modesto respecto al objetivo final trazado por la FIAB. Hasta el momento, sólo Brasil y México han dado un primer paso para hacer realidad dicha integración mediante un convenio firmado el 11 de noviembre de 2004 por los respectivos presidentes de la Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa) y de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) con el propósito de dar un nuevo impulso a este proyecto de integración. Constituye objeto del convenio el establecimiento de un sistema de libre contratación de valores cotizados en el otro país firmante a través de intermediarios locales. Según este sistema, los intermediarios del país de origen firmarán con intermediarios del país de destino contratos de mandato previamente aprobados por la bolsa de valores de destino. El sistema no está operativo todavía pues su efectiva implantación requiere que se efectúen las modificaciones necesarias en la regulación de ambos mercados.

Entre otros aspectos, las normativas de Brasil y México deben admitir la toma de posiciones de un inversor del otro país a través de mandato otorgado a un intermediario de su país de origen para que instruya al intermediario del país destinatario de la inversión. Para ello será necesario que la legislación de ambos países reconozca la capacidad de los intermediarios del otro país como participantes autorizados para intervenir en el mercado, aunque sea de forma indirecta a través de las órdenes enviadas al corresponsal local.

Asimismo, Brasil y México deben establecer criterios equiparables en cuanto a la información exigida a las sociedades emisoras, a fin de que el inversor pueda realizar inversiones en el otro país con una información semejante a la que tendría en el caso de adquisición de valores en el mercado nacional. En sintonía con ello, también será preciso analizar las diferencias entre las normas de contabilidad de ambos países para establecer unos estándares comunes que posibiliten el intercambio de información de carácter corporativo y contable de las emisoras entre ambos mercados de forma eficaz.

Por último, deberá establecerse un sistema eficiente de liquidación y compensación de las inversiones efectuadas en los mercados de capitales de Brasil y México por inversores del país vecino. Ambos países tienen en la actualidad una rígida normativa de control de cambios conforme a la cual toda inver-

peración económica y social; y Mercosur, de la que se trata más adelante.

²⁵ La FIAB agrupa a las bolsas de los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Perú, Uruguay y Venezuela.

sión extranjera debe ser declarada a las respectivas autoridades competentes y los pagos realizados con motivo de las inversiones efectuadas quedan sujetos al control de la autoridad monetaria.

En resumen, el convenio suscrito entre Brasil y México está llamado a ser el primer paso hacia la integración regional, pero se trata de un paso modesto y que aún tardará bastante tiempo en materializarse.

7.2 · Mercosur

Mercosur, el Mercado Común del Sur, fue creado el 26 de marzo de 1991 por medio del Tratado de Asunción por Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay. El 4 de julio de 2006 se adhirió Venezuela por medio del Protocolo de Caracas. A pesar de la reciente adhesión de un nuevo miembro, es lo cierto que no faltan quienes defienden el abandono de Mercosur o simplemente proclaman su fracaso y propugnan su sustitución por esquemas bilaterales. A los efectos que interesan, y aunque los hechos parecen empeñados en demostrar que Mercosur no consigue salir del papel, debe reseñarse que el Consejo del Mercado Común ha adoptado varias Decisiones en materia de mercado de capitales, entre las que destaca la Decisión 8/1993, sobre regulación mínima del mercado de capitales²⁶. La Decisión establece «las regulaciones mínimas que se entienden indispensables para la integración de los mercados de valores», quedando restringido el ámbito de la decisión a «aquellas operaciones internacionales celebradas en el ámbito del Mercosur con valores de sociedades abiertas de los países integrantes», esto es, establece las normas de información y otras que deben aplicarse a las ofertas públicas de venta o suscripción realizadas por un emisor de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro. En realidad, como ya se ha señalado, la Decisión, muy ambiciosa, carece de aplicación práctica ya que no ha sido incorporada a ninguna legislación nacional. Así, en Brasil los emisores extranjeros, incluidos

los procedentes de Mercosur, sólo pueden realizar ofertas o solicitar la admisión a cotización de sus valores a través de BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*); en Argentina, de su lado, las Normas de la CNV establecen, como regla general, que los emisores extranjeros quedarán sujetos a las mismas reglas que los emisores nacionales, pudiendo la CNV «establecer requisitos menores para las emisoras que se encuentren autorizadas a hacer oferta pública de sus valores negociables en: 1) países con cuyas autoridades se hubieren celebrado acuerdos de cooperación contemplando este aspecto o 2) países que no han celebrado tales acuerdos, pero cuyas regulaciones la Comisión considere que protegen razonablemente a los inversores locales y aseguran un régimen de información adecuado». De hecho, el Consejo del Mercado Común encomendó por Decisión 26/2003 al Subgrupo de Trabajo n.º 4 «Asuntos Financieros» - Comisión del Mercado de Capitales, la elaboración de un informe sobre las acciones conducentes al desarrollo de un mercado de capitales regional; en 2004 debían haberse identificado acciones concretas para ser desarrolladas en 2006 pero, conforme al acta de la XXI reunión del Subgrupo de Trabajo 4, celebrada en Buenos Aires en mayo de 2006, el informe estará terminado en diciembre de 2006. Es de reseñar que el Anexo IV del acta contiene cuadros de admisión y mantenimiento de oferta pública en cada Estado miembro que, «además de contemplar la realidad de cada país, contienen una columna de comentarios donde se reseñan las principales diferencias entre los países, o la ausencia de ellas», lo que da idea del estado de desarrollo del proyecto.

Otra Decisión del Consejo del Mercado Común que merece mención es la Decisión 13/94 sobre uniformización de información para el mercado de valores, complementaria de la Decisión 8/93 y que, de momento, ha corrido la misma suerte que la anterior.

A fecha de hoy, cabe concluir, resulta harto difícil vislumbrar siquiera un horizonte temporal para que los mercados latinoamericanos empiecen a operar con una cierta interrelación.

8 · CONCLUSIONES

1. España debe perfilarse como el Estado miembro de origen natural para los emisores latinoamericanos que pretendan acogerse al sistema de pasaporte comunitario diseñado por la Directiva de Folletos e incorporado a la normativa nacional por el Real Decreto 1310/2005. La razón, no obstante, no debe

²⁶ Las Decisiones del Consejo del Mercado Común son fuente jurídica del Mercosur y son obligatorias para los Estados miembros conforme al artículo 9 del Protocolo adicional al Tratado de Asunción sobre la estructura institucional del Mercosur, de 12 de abril de 2001, conocido como Protocolo de Ouro Preto, si bien sólo ganarán vigencia una vez incorporadas a las respectivas legislaciones nacionales. La Decisión 8/93 no contiene mención alguna al plazo en que debe incorporarse su contenido a la legislación nacional y, por otro lado, las normas de Mercosur no prevén el efecto vertical directo de las Decisiones no incorporadas.

ser principalmente el idioma, al menos en aquellos casos en que el emisor latinoamericano tenga intención de acudir a mercados europeos distintos de los españoles.

2. En materia de equivalencia de la información que debe suministrarse, los inversores latinoamericanos deberán formular su información financiera conforme a las normas internacionales de contabilidad, aunque la redacción del Real Decreto 1310/2005 en esta materia resulta algo oscura. En cuanto a la información no financiera, a falta de declaraciones expresas de equivalencia de la Comisión Europea o de la CNMV, los emisores latinoamericanos deberán redactar sus folletos según los estándares internacionales de la IOSCO.

3. Latibex no es un mercado secundario oficial a efectos de la Directiva de Folletos y del Real Decreto 1310/2005. Por tanto, los emisores latinoamericanos que coticen en Latibex no podrán valer de este hecho para acogerse al pasaporte comunitario. Ello hace que Latibex entre en competencia con el sistema del Real Decreto 1310/2005. Dado que resulta más fácil y barato cotizar en Latibex que acogerse al pasaporte comunitario, no parece que en el futuro deba haber un número relevante de emisores

latinoamericanos interesados en acogerse al sistema de pasaporte comunitario, por lo menos en materia de valores de renta variable.

4. Un repaso de las normas sobre folletos de los tres principales mercados latinoamericanos revela que tanto México como Brasil siguen de modo aproximado las normas de la IOSCO, por lo que no sería descartable que sus emisores tuviese que realizar algunos ajustes a los folletos autorizados por sus autoridades de origen para obtener la autorización de la CNMV. Argentina, en cambio, sigue los estándares de la IOSCO de forma literal, y el folleto aprobado por la CNV debería ser autorizado por las autoridades europeas, sin perjuicio del análisis sobre equivalencia de la información financiera.

5. América latina está en proceso de reflexión sobre la integración de sus mercados de valores; existe iniciativas al respecto en el seno de la FIAB y en Mercosur. Los objetivos logrados por ambas son de momento modestos, y nos esperan grandes progresos en el corto plazo. El único acuerdo bilateral con contenido positivo existente lo suscribieron México y Brasil, pero está pendiente de ejecución. Tampoco parece probable que tal ejecución vaya a tener lugar en breve.