

SABERES

Revista de estudios jurídicos, económicos y sociales

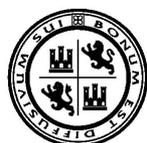
VOLUMEN 1 ~ AÑO 2003

Separata



ADR's: CÓMO INVERTIR EN ESTADOS UNIDOS
COMPRANDO VALORES ESPAÑOLES

Paloma Romero Martínez



UNIVERSIDAD ALFONSO X EL SABIO
Facultad de Estudios Sociales
Villanueva de la Cañada

© Paloma Romero Martínez

© Universidad Alfonso X el Sabio
Avda. de la Universidad,1
28691 Villanueva de la Cañada (Madrid, España)

Saberes, vol. 1, 2003

ISSN: 1695-6311

No está permitida la reproducción total o parcial de este artículo ni su almacenamiento o transmisión, ya sea electrónico, químico, mecánico, por fotocopia u otros métodos, sin permiso previo por escrito de los titulares de los derechos.

ADR's: CÓMO INVERTIR EN ESTADOS UNIDOS COMPRANDO VALORES ESPAÑOLES*

Paloma Romero Martínez**

RESUMEN: Los ADR's son certificados de depósito negociables, emitidos en Estados Unidos de forma nominativa, en dólares y representativos de títulos de una compañía no norteamericana (en nuestro caso española). En un mundo cada vez más globalizado están cobrando una importancia creciente, hecho que repercute positivamente en los mercados financieros internacionales.

PALABRAS CLAVE: ADR's, certificados de depósito, bolsa, títulos subyacentes.

SUMARIO: 1. Qué son los ADR's.- 2. Mercados en los que cotizan los ADR's.- 3. Niveles de implementación de los ADR's.- 3.1. Nivel 1.- 3.2. Nivel 2.- 3.3. Nivel 3.- 4. Principales regulaciones.- 4.1. Securities Act; 1933.- 4.2. Securities and Exchange Act; 1934.- 4.3. Regla 144.- 4.4. Regla 144-a.- 4.5. Regulación S.

1. Qué son los ADR's

Los ADR's (*American Depositary Receipts*) son certificados de depósito negociables, emitidos en Estados Unidos de forma nominativa, en dólares y representativos de títulos de una compañía no norteamericana (en nuestro caso española). Estos certificados son emitidos por un banco norteamericano depositario, mientras que los títulos subyacentes (acciones) permanecen en un banco del país de origen, banco custodio. Una vez emitidos los ADR's podrán ser objeto de negocio en el mercado estadounidense; y mientras vivan permanecerán en el pasivo del banco depositario.

Existen dos tipos de programas de emisión de ADR's; el patrocinado y el no patrocinado.

* Publicado inicialmente en <http://www.uax.es/oikonomia> año 1999.

** Profesora de la Facultad de Estudios Sociales. Universidad Alfonso X el Sabio.

1.1. Programa de emisión no patrocinado

Este tipo de emisión es propuesto por alguna persona física o jurídica que desee ser accionista de la empresa en cuestión; la compañía objetivo de la emisión de los ADR's se ve involuntariamente dentro del proceso; y, a pesar de ser la emisora de las acciones, no controla el programa de emisión de los ADR's. El accionista (que generalmente será norteamericano) que quiera adquirir ADR's se dirigirá a su broker para que compre los títulos en el país de origen, en nuestro caso a un broker español; y se pondrá en contacto con un banco norteamericano para que actúe como depositario, emita los ADR's y sea el creador de mercado (*market maker*) del valor. Los títulos subyacentes permanecerán en una cuenta del banco depositario en el banco custodio (situado en el país de origen).

Si los ADR's que se desean adquirir cotizan en el mercado, el broker investigará en cuál se ofrecen a mejor precio, y los comprará directamente; pero si no existiera mercado, o el precio de las acciones subyacentes (teniendo en cuenta el tipo de cambio) en el país de origen fuera mejor, se comprarán los valores en dicho país, serán depositadas en el banco custodio y el banco norteamericano depositario emitirá los ADR's correspondientes. El inversor deberá liquidar la deuda con su broker en dólares en los cinco días laborables siguientes a la compra.

Si el broker comprara directamente las acciones en España, deberá convertir los dólares recibidos del inversor en pesetas; el pago de los títulos se hará a través del broker o del banco depositario. Normalmente el broker norteamericano entrará en el mercado extranjero directamente para asegurar su riesgo de tipo de cambio, el precio de las acciones y el beneficio de la compra. Si las acciones son compradas como consecuencia de la compra de los ADR's toda la operación se efectúa en dólares y a través de dos o más intermediarios norteamericanos. El banco depositario, en este caso, transferirá los ADR's existentes al nuevo propietario. Si en vez de compra, el inversor desea venderlos, notificará a su broker deseo de venta, éste buscará el mercado en el que cotizan a mejor precio, venderá los títulos a cambio de dólares (aunque la venta se produzca en otro país) y el banco depositario cancelará los certificados de depósito correspondientes dejando libres las acciones subyacentes.

1.2. Programa de emisión patrocinado

Los pasos para la creación de los ADR's de un modo patrocinado son básicamente los mismos que en un programa no patrocinado; la diferencia principal estriba en que en este tipo de programa ha de existir obligatoriamente un acuerdo entre el banco depositario y la empresa emisora de las acciones subyacentes de los ADR's; la mayoría de los miembros del consejo de administración de la empresa deberán firmar el formulario F-6 1 requerido para este tipo de emisión. Este acuerdo deberá mostrar las responsabilidades y obligaciones de ambas partes; así como los derechos, reducciones en las comisiones o posibles beneficios que el poseedor de los ADR's pueda obtener con su compra.

Normalmente los programas no patrocinados se establecen en un periodo programado de 4 a 7 semanas, mientras que los patrocinados duran de 8 a 12 semanas.

El programa no patrocinado es el más sencillo, y como la SEC (Security and Exchange Commission) lo considera "no provocado" por la sociedad, normalmente concede la exención de suministro de información requerida en los programas patrocinados. La única información requerida es la que la compañía estaría obligada a hacer pública en su país de origen (tanto por ley como todo tipo de información material de considerada relevancia para la empresa). Dados los pocos requisitos de obligado cumplimiento bajo este programa, los ADR's no patrocinados solo podrán ser emitidos y cotizar en el mercado OTC, no teniendo acceso, en un principio, a los restantes mercados, ni a la posibilidad de realizar ampliaciones de capital con ellos.

2. Mercados en los que cotizan los ADR's

Estados Unidos cuenta con la plaza bursatil más importante del mundo, dentro de ella existen diferentes mercados en los que se pueden negociar ADR's; el nivel de información requerida para ser admitidos a cotización es diferente en todos ellos, ordenados por orden de exigencia de información dichos mercados son:

- NYSE (New York Stock Exchange).
- AMEX (American Stock Exchange).
- NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation).

- OTC (Over The Counter).

La supervisión y el control de los mercados es realizada por la SEC (Security and Exchange Commission), órgano homólogo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Para cotizar en estos mercados se exigen una serie de requisitos, que se concretan en dos alternativas entre las cuales la empresa emisora de los ADR's deberá optar.

Los mercados NYSE y AMEX se encuentran situados en Nueva York, mientras que el NASDAQ y el OTC no tienen una localización geográfica determinada, el OTC es un mercado telefónico, el único sistema de comunicación con el que cuenta es la transmisión de los precios de cierre por medio de unas papeletas de color rosa (*Pink sheet market*) y no cuenta con un órgano central que lo regule. El mercado NASDAQ es automatizado y, en cualquier momento, a través de sus pantallas puede suministrar todo tipo de información acerca de los valores que cotizan en él. Por su nivel de exigencia, los mayores costes a la hora de la admisión son los de NYSE y los menores los del mercado OTC .

La mayor parte de los ADR's que cotizan en Norteamérica lo hacen en el mercado NASDAQ por los menores costes y la mayor flexibilidad que conlleva este sistema con respecto a los restantes; sin embargo es la bolsa de Nueva York la que mayor incremento neto de ADR's ha registrado desde 1985.

La contratación siempre tiene lugar a través de intermediarios que podrán operar tanto por cuenta propia, como por cuenta de terceros, como curiosidad podemos resaltar que los bancos no están autorizados para actuar en nombre propio.

Las comisiones (*listing fees*) fueron liberalizadas en 1975 siendo objeto de negociación entre el cliente y el intermediario, sobre una base de competitividad. En la práctica, sin embargo, solo se negocian las comisiones para operaciones de cierta envergadura; generalmente, sólo para las de más de 100.000 dólares.

A partir del momento en que una operación de compra/venta es ejecutada, un sistema de compensación, automatizado, se ocupa del registro, entrega de títulos, compensaciones y custodia de los mismos. La compensación debe de ser realizada en los cinco días hábiles siguientes a la operación, siendo el sistema de compensación de "entrega contra pago".

3. Niveles de implementación de los ADR's

3.1. Nivel 1

Este nivel es el más simple, y el de menor grado de información requerida. Para solicitarlo se deberá pedir la exención 12g3-2(b), por medio de la cual la empresa solo estará obligada a remitir a la SEC la siguiente información:

- Información del último ejercicio que según las leyes del país de origen sea de obligado cumplimiento presentar al cierre de éste.
- Información requerida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del país de origen.
- Información que la compañía distribuya, o sea obligada a distribuir, entre sus accionistas.
- Información material acerca del estado financiero de la compañía, adquisiciones relevantes o disposiciones especiales en los estatutos.
- Información acerca del número de accionistas de cada tipo de acciones residentes en Estados Unidos, cantidad y porcentaje de cada clase de acciones en circulación adquiridas por residentes, circunstancia en las que se han adquirido las acciones, así como la fecha y características de la última distribución pública de acciones realizada por algún socio. Toda la información deberá estar firmada y fechada.

Será necesario cumplir el requisito Evergreen en todo momento; éste obliga a reportar a la SEC toda la información requerida o necesaria en el momento en que se produzca.

El formulario a rellenar será el F-6 en el que se exige una información mínima acerca del depositario y de los términos de su contrato: Número de acciones que representa un ADR; el montante; procedimientos de cobro; descripción del cobro de los dividendos; comisiones que deberán cubrir los tenedores de los ADR's, detallando el servicio por el que se ha pagado cada una de ellas, factura de cada comisión y sus posibles variaciones; derechos de suscripción; reglas internacionales por las que se vean afectados; impuestos; medidas anti OPA y otras medidas especiales contempladas en el acuerdo de emisión, toda esta información deberá estar descrita en el propio certificado de depósito.

Con la descripción detallada de las comisiones y sus posibles variaciones, el depositario ante una modificación de éstas, podrá establecer de una manera rápida su nueva tabla de comisiones sobre los ADR's ya emitidos sin tener que incurrir en nuevos costes.

También se deberá cumplir con al Regla Blue Sky, por la cual se obliga a respetar la reglamentación estatal y federal del país.

Debido a su bajo nivel de información, este tipo de ADR's solo podrán cotizar en el mercado OTC. La emisión a este nivel no cumple una función financiadora para la empresa, solo podrán ser colocadas en este tipo de emisiones acciones viejas de la empresa (no se podrá basar una operación de ampliación de capital en una emisión de ADR's nivel 1).

3.2. Nivel 2

La emisión a este nivel supone unos mayores costes para la empresa ya que el grado de información requerida por la SEC es mayor; el formulario que se ha de rellenar es el F-20, a través del cual se debe presentar la siguiente información: Negocios de la compañía; situación financiera; directores, ejecutivos y principales accionistas; procedimientos legales; información de los mercados en los que cotizan los títulos de la empresa; cuentas auditadas de los dos últimos ejercicios y descripción de los cambios de la situación del neto patrimonial de los últimos tres ejercicios, a demás de la requerida en el formulario F-6.

Toda la información contable deberá ser ajustada al plan contable estadounidense antes de ser remitida a la SEC.

Las empresas que deseen emitir ADR's nivel 2 deberán cumplir con unos requisitos mínimos financieros que la Comisión exige, existen dos plantillas de requisitos entre las que el emisor deberá elegir.

Con este tipo de emisiones el emisor tampoco podrá aumentar capital, por lo que también sirve únicamente para acciones ya existentes de la compañía; la diferencia con el nivel 1 es que este tipo de títulos puede cotizar en todos los mercados, no solo en el OTC.

3.3. Nivel 3

El nivel de información requerido aumenta considerablemente en este nivel de emisión; existen dos tipos de formularios a rellenar:

El F-1 en el caso en que el objeto de la emisión sea el de la captación de capital por parte de la empresa; la información requerida es toda la

solicitada en el formulario F-20, a la que se ha de añadir toda la información respecto a las ofertas que hayan sido registradas.

El F-4 en el caso en que la emisión esté destinada a la adquisición de alguna compañía. Requiere, aparte de lo demandado en el formulario F-20, información respecto a las transacciones registradas; registrante; empresa adquirida; derechos de voto y administración de la compañía.

Debido a su alto nivel de exigencia estos tipos de formularios suponen un alto coste.

los ADR's nivel 3 pueden cotizar en todos los mercados, por supuesto se refieren a acciones nuevas y también requieren la conciliación de los estados contables al plan norteamericano.

4. Principales regulaciones

A continuación se exponen las principales leyes y reglas que regulan a los ADR's:

4.1. *Securities Act; 1933*

Esta ley en su sección cinco especifica que una acción no podrá ser comprada o vendida en los mercados interestatales a menos que esté registrada o bajo la exención de registro 12g3-2(b). Por esta ley se busca que toda la información requerida y plasmada en el prospectus de solicitud de admisión sea lo más verdadera posible. Regula la actuación de las compañías antes de que coticen en la bolsa de Estados Unidos.

4.2. *Securities and Exchange Act; 1934*

Regula la conducta de las compañías que cotizan y dicta la información que dichas empresas han de remitir a la SEC.

4.3. *Regla 144*

Mediante esta regla una empresa debía mantener en cartera un mínimo de dos años los ADR's adquiridos; permitía las ventas de montantes limitados entre los dos y tres años después de la compra inicial y permitía ventas de cuantía ilimitada después de haber tenido en cartera los títulos al menos tres años.

Ante esta situación se dictó la regla 144-a, por la cual se procura un mercado más eficiente y justo.

4.4. Regla 144-a

Esta regla permite las transacciones con títulos sin que necesariamente estén registrados y crea un mercado especial semiprivado en el que sólo pueden acceder aquellos compradores/vendedores calificados como QIB (Qualified Institutional Buyers)

La SEC adoptó esta regla por dos razones: Para procurar un mercado claro aunque no exista registro de los títulos y para incentivar a los inversores norteamericanos a aumentar el capital en su país.

Las transacciones llevadas a cabo en este mercado secundario especial no podrán realizarse en ningún otro tipo de mercado primario. Sólo los QIB tendrán acceso a este mercado, las ofertas o demandas hechas en él no se considerarán públicas y, en ningún caso, los vendedores de títulos actuarán como aseguradores de la operación.

La Regla 144-a no se limita a las acciones que cumplen con la ley de 1933 sino que todo título que se negocie bajo la Regla S podrá ampararse en la Regla 144-a, aunque la transacción sea fuera del país.

Para un emisor extranjero la Regla 144-a permite vender sus títulos en un mercado secundario de forma inmediata, lo que le supone captar capital de una forma más rápida; por ello los tipos de interés de las ofertas del mercado primario deben de ser competitivos con respecto a las del euromercado.

Los emisores deberán saber que si emiten ADR's, y éstos se diversifican en 300 o más inversores residentes, deberán registrarse y mandar periódicamente informes a la SEC o solicitar la exención de registro mencionada.

Aumentar el capital de una compañía de forma privada en Estados Unidos a veces supone menos costes que en otros mercados y, sin ninguna duda, siempre resulta mucho más rápido que hacerlo de una manera pública.

Aseguradores, intermediarios y otras instituciones podrán actuar en este tipo de colocaciones de la misma manera que actúan en el mercado ordinario; las condiciones para poder intervenir son:

- Se negociarán los títulos sólo entre los QIB; de los cuales se sabe que no actúan en el mercado para especular, y cuentan con una serie de requisitos contables predefinidos.
- El emisor podrá ser de dos tipos:
 - 1) Norteamericano, no teniendo que reportar informes periódicos a la SEC.
 - 2) Extranjero, que deberá enviar ciertos informes periódicos aunque se sitúe bajo la exención 12g3-2(b).
- Las empresas que actúen en este mercado deberán tener 100.000.000 \$ invertidos en títulos de compañías ajenas al inversor.
- Si es un banco (Bank , Savings&Loans) el que interviene, ha de contar con un patrimonio neto de 25.000.000 \$, tanto si es norteamericano como si no lo es.
- Todos los intermediarios deberán contar con 10.000.000 \$ de patrimonio neto.
- Actuarán bajo esta Regla todo tipo de corporaciones o asociaciones que tengan invertidos 100.000.000 \$ en títulos.
- Los vendedores deberán seguir una serie de pasos ya que el comprador ha de caer en la cuenta de que está adquiriendo títulos no registrados .
- Los QIB actuarán exclusivamente en nombre propio o en nombre de otro QIB, ya que no serán válidas las negociaciones en nombre de un tercero no calificado para intervenir en este mercado.
- En este mercado semiprivado se han de rellenar los *Private Placement Memorandum*, formularios menos costosos que los F-1 utilizados para las empresas que deseen ampliar el capital en Norteamérica; la información es similar pero en los F-1 el grado de exigibilidad es mucho mayor, lo que hace aumentar considerablemente su coste.
- Para cotizar, los emisores deberán cumplir con la ley de 1934, no teniendo que seguir ninguna reglamentación especial.
- Los ADR's emitidos en cualquiera de los mercados alternativos no podrán ser sustituidos por colocaciones privadas ya que, por su naturaleza, no ofrecen la visibilidad exigida. Por ello este mercado semiprivado no puede aplicarse a títulos que ya cotizan o que sean

fungibles con los que ya cotizan y está vedado a las empresas que ya tienen ADR's cotizando en bolsa.

Así como la SEC ha creado un mercado semiprivado, se ha permitido al NASDAQ establecer un mercado cerrado denominado PORTAL (Private Offerings Resales and Tradings through Automated Linkages), asequible sólo a los QIB y para acciones determinadas. El PORTAL ofrece un sistema computarizado que soporta la negociación, compensación y liquidación de las transacciones privadas. En este mercado la liquidación también se hace en el quinto día después de la negociación. Las acciones se negocian en la divisa en la que son emitidas y cuentan con la cláusula multdivisa para su liquidación.

4.5. Regulación S

Permite al comprador/vendedor residente que ha invertido en una compañía extranjera vender libremente en determinados mercados garantizados sin tener que dar cuentas a la SEC. Los requisitos son:

Es imprescindible que la oferta no haga esfuerzos directos en el mercado norteamericano.

Se ha de garantizar que no exista flowback en los cuarenta días siguientes a la compra.

Se aplicará a transacciones nacionales como internacionales.