

NUEVOS INSTRUMENTOS DE ACCESO AL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO. LOS CEDEAR

Federico C. Alberto

Introducción:

La Comisión Nacional de Valores ha dispuesto a través de la Resolución General N° 291 la creación de un novedoso instrumento en el ámbito del Mercado de Capitales Argentino llamado Certificados de Depósito Argentino.

Como lo indica su nombre, los CEDEAR son, según el Art. 87 de las NORMAS de la C.N.V, modificada por la anteriormente citada Resolución, certificados de depósito representativos del depósito de títulos valores de otras sociedades no autorizadas para su oferta pública en el territorio de la República Argentina. En otras palabras, los CEDEAR son instrumentos negociables emitidos por un Banco en la forma de certificados representativos de acciones de una empresa del exterior, autorizados para la oferta pública.

Entre los motivos que han llevado a la C.N.V a adoptar esta regulación, se destaca en los considerandos de la misma que “esta modalidad de negociación ha alcanzado amplia difusión en otros mercados más desarrollados y se encuentran en vía de implementación en algunos de Iberoamérica, tales como Brasil y México”. Cabe destacar también que siempre es beneficioso para el desarrollo de los mercados locales la introducción de nuevos instrumentos, y en el caso específico del que estamos tratando, el mismo traerá aparejado ventajas tanto para los inversores locales como para extranjeros. Desde el punto de vista del inversor local, los CEDEAR resultarán un útil instrumento para acceder a la tenencia de títulos valores extranjeros, pues de otra forma exigiría contratar a un broker en el país de origen de los mismos, y esto es lo que hace al instrumento de gran valor ya que permitirá fácilmente a los pequeños inversores acceder a títulos que cotizan en bolsas extranjeras como la Norteamericana o Brasileña. Desde el lado de la empresas emisoras de los CEDEAR, los mismos permitirán diversificar la cartera de tenedores de los títulos, crear nueva demanda para sus acciones y ampliar la posibilidad de conseguir dinero; además de lo que hace a los CEDEAR atractivos que es la no sujeción del título a los vaivenes del mercado donde la empresa emisora de los CEDEAR está afincada.

Parte I:

1.- Que son los CEDEAR?

Según el art. 87 de las NORMAS de la C.N.V., los CEDEAR son “Certificados de Depósitos Argentinos representativos del depósito de títulos valores de otras sociedades, no autorizados para su oferta pública en el territorio de la República.” Es decir, instrumentos negociables en forma de certificados representativos de títulos valores de empresas extranjeras que no están autorizadas a cotizar en el mercado local y lo hacen a través de éstos.

2.- Quién podrá emitir este nuevo instrumento?

Las Cajas de Valores autorizadas a operar como tales en la República.

Los Bancos comerciales o de Inversión y las Compañías Financieras autorizadas para operar por el Banco Central de la República Argentina.

Según es requisito de la normativa vigente, la entidad emisora de los CEDEAR deberá tener un patrimonio neto igual o superior a los \$ 30,000,000.

3.- Que es lo que representa un CEDEAR?

Los CEDEAR deberán representar el depósito de una sola especie y clase de títulos valores por programa, todos ellos de libre disponibilidad excepto las restricciones exclusivamente emergentes del programa mismo y otorgando iguales derechos a su titular.

4.- Quién puede ser el emisor de los títulos valores que representan los CEDEAR?

Según la Res. N^o 291, los títulos valores cuyo depósito es representado por los CEDEAR deberán ser emitidos por un emisor:

Admitido a oferta pública y cotización en algún mercado supervisado por una entidad gubernamental regulatoria con la cuál la C.N.V. tenga firmado un Memorándum de entendimiento para la asistencia recíproca, colaboración e información mutua.

Admitido a oferta pública y cotización en alguna Bolsa o Mercado de Valores de la REPUBLICA FEDERATIVA DEL BRASIL, de la REPUBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY, de la REPUBLICA DEL PARAGUAY, o de la REPUBLICA DE CHILE.

Cuyos títulos están admitidos a la oferta pública o cotización en alguna Bolsa o Mercado de Valores comprendido en los incisos anteriores, sean autorizados como activo subyacente por la C.N.V. mediante resolución fundada.

5.- Donde podrán estar depositados los títulos valores que representan los CEDEAR?

En el emisor de los CEDEAR.

En una caja de valores autorizada a actuar como tal bajo el Régimen de la Ley N^o 20.643.

En el depositario central de títulos actuando como tal en el país de emisión de los títulos valores.

En un Banco custodia actuando en el país de la emisión de los títulos valores y con un patrimonio neto no inferior a doscientos millones de pesos o su equivalente en la moneda del país de su emisión.

Parte II:

Como se utiliza este instrumento?

El mecanismo de este instrumento fue desarrollado todos los problemas que le surgían a los inversores nacionales que estaban interesados en invertir en acciones extranjeras.

Todo este proceso comienza en el país de origen de las empresas que emiten los títulos valores. Allí un broker siguiendo instrucciones del futuro depositario adquirirá los títulos en el mercado local de alguna empresa que haya sido admitida a la oferta pública y cotización en algún mercado con el cual la C.N.V. tenga firmado un Memorándum de Asistencia; o alguna empresa que haga oferta pública o cotice en algún país del Mercosur o de Chile o que sin ser ninguna de éstas, los títulos de la empresa sean autorizados por la C.N.V. como activo subyacente. Otra posibilidad consiste en que la misma empresa emisora de los títulos valores se acerque al futuro depositario y le proponga el negocio.

Una vez cumplida esta etapa, deberán depositarse los títulos valores en alguna entidad bancaria o Caja de Valores, tanto del país de emisión de los mismos como en nuestro país. La Comisión Nacional de Valores permite la posibilidad que los títulos puedan ser depositados en el emisor de los certificados; en una Caja de Valores autorizada; en el Depositario Central de los títulos actuando como tal en el país de emisión de los títulos valores; o en un Banco que actúe en el país de la emisión de los títulos pero se les exige que tengan un patrimonio neto de doscientos millones de pesos.

Cuando los títulos valores están depositados se emitirán los certificados de depósitos de aquellos que podrán ser emitidos por alguna Caja de Valores autorizada para operar en nuestro país, o por algún Banco o Compañía Financiera autorizada a operar por el Banco Central.

La entidad depositaria es la que en definitiva se va a ocupar de organizar la venta y negociación de los certificados de depósito.

Como se puede observar hay una diversificación de las entidades actuantes en este procedimiento. Por un lado se encuentra la entidad en la cual están depositados los títulos valores de la empresa extranjera interesada en hacerlos cotizar en nuestro país y por el otro aquella entidad que se encuentra encargada de emitir los certificados de depósito. La Resolución N^o 291 permite la posibilidad que sea la misma entidad la que emite los CEDEAR y que mantiene en custodia los títulos valores, pero lo más probable es que éstos sean depositados en algún Banco o Entidad Financiera del país de emisión de los mismos y que los certificados de depósito sean emitidos por alguna filial del mismo Banco que actúa en el país.

Como se justifica esta dualidad en las entidades actuantes en todo el procedimiento? La justificación se encuentra en que alguien debe estar afincado en el país de origen de los títulos valores ya que tiene que estar encargado de todas las vicisitudes que pueden generar aquellos y estar atento a cualquier cambio de circunstancias.

Este mecanismo puede compararse en forma simple con la emisión de moneda con respaldo en oro. Los CEDEAR sería la moneda circulante y los títulos valores vendrían a ser el oro que respalda esa moneda (Similar comparación realiza Mi-

guel Angel Acosta tratando el tema de los A.D.R.«s en “Revista del Derecho Bancario y de la Actividad Financiera” Enero-Junio de 1993). Esto queda corroborado con la exigencia de la C.N.V. de que “las entidades emisoras de los CEDEAR deberán tener, en todo momento desde la emisión de los CEDEAR, tantos títulos valores, libres de todo gravamen, en pleno e irrestricto ejercicio de sus derechos y de libre disponibilidad, como CEDEAR de dichos títulos valores se encuentren en circulación, no cancelados por su canje.”

Parte III:

Tipos de programa de emisión de CEDEAR..

La C.N.V. creó dos tipos de programas de emisión de CEDEAR, los patrocinados por el emisor de los títulos valores representados por el emisor de los mismos y los no patrocinados, cuya diferencia radica en el tipo de información que se deberá suministrarle.

No puede hacerse un análisis de la normativa vigente respecto al tema que estamos tratando sin analizar la legislación norteamericana que es el principal antecedente de nuestra legislación. Los Estados Unidos tienen un instrumento similar llamado American Depositary Receipts (A.D.R.«s) que funcionan de igual manera que nuestros CEDEAR. Respecto a los programas de emisión la legislación norteamericana cuenta, de manera similar a nuestra Res. 291, con dos mecanismos para emitir A.D.R.«s. Los programas patrocinados (sponsored) y los no patrocinados (unsponsored).

Respecto a los programas de emisión no patrocinados, la principal característica de los mismos es que la emisión del certificado de depósito se realiza sin la participación de la empresa emisora de los títulos valores, siendo el programa controlado por el encargado del depósito de aquellos. Este programa generalmente no resulta atractivo para el interesado en invertir ya que no recibe información sobre la empresa extranjera emisora de los títulos valores. Este procedimiento lo realiza exclusivamente el depositario de los títulos valores que generalmente es el mismo que realiza la emisión de los Certificados Negociables. Como se puede observar no hay una participación de la empresa emisora de los títulos. Por eso la tan precaria información que recibe el inversor es sobre esta entidad encargada del depósito de los títulos y emisión de los certificados. Además en estos programas la relación contractual se desenvuelve exclusivamente entre el depositario y los tenedores de los certificados. Estos programas permitieron a los agentes de bolsa norteamericanos desarrollar un mercado de negociación de esos títulos valores secundario (el llamado O.T.C., over the counter market).

Los programas patrocinados son aquellos donde interviene junto con el depositario de los títulos, la empresa emisora de los mismos. Hay un convenio celebrado entre el Banco depositario y el emisor de los títulos valores. En este tipo de programa el emisor puede supervisar el accionar del Banco depositario.

Volviendo a nuestra legislación, la C.N.V. permite, y siempre teniendo como antecedente la legislación norteamericana, la emisión de CEDEAR en dos clases de programas. Los patrocinados y los no patrocinados. La diferencia entre uno y otro es la clase y cantidad de información requerida por la entidad autorizante.

En los programas no patrocinados la información requerida se circunscribe sólo a la entidad emisora de los Certificados de Depósito. El emisor deberá presentar a la C.N.V. y poner a disposición de los inversores toda la información y documentación presentada por la emisora de los títulos que están representados por los certificados de depósito.

Respecto a los programas patrocinados de emisión de CEDEAR, la entidad emisora de los títulos deberá solicitar a la C.N.V. su admisión al régimen de oferta pública mediante los programas de CEDEAR. Una vez autorizadas deberá cumplir con los requisitos de información periódica exigidos por las NORMAR de la C.N.V.

Parte IV:

Negociación de los CEDEAR.

Según la normativa vigente los CEDEAR serán libremente transmisibles y podrán ser transmitidos en forma nominativa no endosable o escritural y representar uno o más títulos valores de la misma especie, clase y emisor (Art. 91). A ellos regirán los mismos regímenes generales para títulos valores vigente en cada momento para títulos nominativos o escriturales según sea el caso. Es más, para facilitar su negociación la misma regulación establece en el Art. 97 que los CEDEAR "...serán considerados títulos valores emitidos en el país".

Consideraciones Finales:

El objetivo de la presente exposición ha sido brindar un panorama respecto de este novedoso instrumento que son los CEDEAR. De todo lo dicho, se puede inferir que este nuevo instrumento permitirá un mejor desarrollo de nuestro mercado de valores, permitiendo a los inversores locales una manera, con muy bajo riesgo, de intervenir en mercados extranjeros y para las empresas extranjeras es un nuevo mecanismo de conseguir dinero fuera de su mercado de origen.

El desarrollo de estos mecanismos por parte de algunos países refleja la constante globalización que se está dando en materia de inversiones y finanzas, por eso es de esperarse que las empresas lo utilicen como una forma de diversificar su cartera de tenedores de sus títulos y crear más y mejor demanda para ellos, además de que es una forma para las empresas de protegerse contra los embates de los mercados de origen.

Al momento de la confección del presente trabajo se encuentran cotizando en el mercado de Buenos Aires algunos CEDEAR de empresas Norteamericanas y Brasileñas. Dentro de las empresas estadounidenses cotizan certificados de empresas como Intel, Microsoft, Coca Cola, Mc Donald«, Boeing y Procter & Gamble entre otras. Del lado de las Brasileñas se encuentran cotizando certificados de Petrobrás y Telebrás.

