

LA OFERTA PRIVADA DE BONOS: UNA ERRADA INTERPRETACIÓN ADMINISTRATIVA

Roberto Guerrero V.

Master en Derecho, New York University
Profesor de Derecho Comercial
Pontificia Universidad Católica de Chile

RESUMEN

En la presente ponencia se realiza un análisis crítico de la interpretación normativa que realiza la Superintendencia de Valores y Seguros respecto de las reglas relativas a los bonos y a la emisión de acciones, en relación a la oferta privada de bonos.

I. ANTECEDENTES

A mediados del año 1999, una sociedad anónima cerrada, denominada "Salmones Tecmar S.A.", presentó ante la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante, la SVS) una solicitud de registro en el Registro de Valores de dicho organismo público. Por Oficio N° 6306 fechado el 2 de noviembre de dicho año, la SVS comunicó a la compañía que existía un reparo que debía subsanarse si se pretendía inscribir a la sociedad y a sus acciones en el mencionado registro. El reparo señalado por la SVS consiste en que, a su juicio, el bono convertible en acciones que la sociedad había acordado emitir en su junta extraordinaria de accionistas de fecha 28 de mayo de 1998 no cumpliría con las disposiciones legales que rigen la emisión de bonos contenidas en la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores y que, por lo tanto, este no podría ser considerado como bono y por ello no podría convertirse en acciones de la sociedad, tal como lo acordara dicha junta y se regulara en el correspondiente contrato de emisión de bonos.

En efecto, por junta extraordinaria celebrada en la fecha señalada, la sociedad había acordado aumentar su capital social, emitiendo 51.490.384 acciones de pago, de las cuales 24.230.769 acciones serían suscritas y pagadas dentro de un plazo de 19 días desde la fecha de la junta y las restantes 27.259.000 para responder a la conversión de bonos acordados emitir en dicha junta, bonos cuyo plazo de duración era de cuatro años contados desde el 30 de abril de 1998. Esta actividad se encuentra permitida por las normas generales establecidas en la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, aplicables tanto a las sociedades anónimas abiertas como cerradas.

Las razones esgrimidas por la SVS para objetar la emisión de los mencionados bonos fueron las siguientes:

- a) El instrumento que se acordó emitir y que se denomina "bono" no cumple con las disposiciones contenidas en el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores y, por lo tanto, no puede ser denominado como bono, por cuanto el único "bono" reconocido por la legislación chilena —y por lo tanto válido— es el de oferta pública, no existiendo espacio para la existencia de la oferta privada de valores de deuda.

- b) Los instrumentos regulados en el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores (los bonos de oferta pública) son los únicos que pueden ser convertidos en acciones, puesto que no podría llegarse a la situación de permitirse que un instrumento de oferta privada (el bono) pudiera ser canjeado por uno de oferta pública (las acciones inscritas en el Registro de Valores).
- c) La emisión de las acciones por parte de la sociedad se habría efectuado en condiciones distintas a las que para tales efectos establece la Ley de Sociedades Anónimas, ya que los instrumentos convertibles en acciones se emitieron a 4 años, en circunstancias que el artículo 24 de dicha ley señala un plazo máximo de 3 años para enterar los aumentos de capital.
- d) Dado que el instrumento emitido no sería apto para ser convertido en acciones, las acciones emitidas no contarían con un respaldo que justifique su emisión, suscripción y pago, por lo cual el capital social no habría estado debidamente establecido en los estatutos.

Como consecuencia de lo anterior, la SVS concluyó que el capital social no se encontraba fijado de manera precisa en los estatutos y que el aumento de capital antes mencionado contravenía disposiciones legales, negando la inscripción de la sociedad y de sus acciones en el Registro de Valores en tanto no se regularizara la situación.

II. ANÁLISIS CRÍTICO

Es evidente que el oficio en comento puede tener importantes repercusiones legales y financieras para las empresas. Por de pronto, el efecto inmediato es el de cerrar la puerta a vías de financiamiento extraordinariamente escasas, como son las que provienen de inversionistas de capital de riesgo; pero además niega validez legal a la oferta privada de bonos, una de las formas más extendidas en el mundo financiero internacional para financiar empresas de toda índole, sea que estén constituidas como sociedades abiertas (que hacen oferta pública de sus acciones) como cerradas.

Aparte de lo anterior, existen sobradas razones de carácter legal que permiten calificar como errada la interpretación normativa efectuada por la SVS respecto de las reglas relativas a los bonos y a la emisión de acciones.

A) Conceptualización del Bono

a) Concepto Legal

Desde el punto de vista legal, la SVS llegó a la conclusión de que los únicos bonos permitidos por la ley son los de oferta pública. Para ello se basa en el artículo 103 de la Ley de Mercado de Valores, que señala que la oferta pública de valores representativos de deuda de largo plazo —superior a un año— solo puede efectuarse, en primer lugar, mediante bonos, en segundo lugar, con sujeción a las reglas generales establecidas en dicha ley para la oferta pública de valores y, en tercer lugar, con sujeción a las reglas especiales señaladas para la oferta pública de dicha clase de valores, contenidas en los artículos 104 y siguientes.

Es decir, en interpretación de la SVS, dado que los únicos bonos regulados por la ley son aquellos de oferta pública, cualquier instrumento que no tenga la calidad de “bono de oferta pública”, es decir, que no cumpla con los requisitos generales y especiales para dichos valores que se contienen en la Ley de Mercado de Valores, no sería un bono.

Con esta interpretación, confunde el regulador el objeto de la regulación, con la regulación misma.

Parece evidente, desde el punto de vista estrictamente lógico, que los bienes existen porque han sido creados como tales y no porque la legislación o una norma administrativa los reconozca. Así, el Código Civil, en el Título XXIII del Libro IV sobre las obligaciones en general y los contratos, regula el contrato de compraventa, señalando en qué consiste y cuáles

son sus
produc
como e
do la e
encuen
libertac

Lo
siguien
podría
pública
to no s
quien lo

A e
es un b
instrum
deuda c
es un b
financie
ciendo s
asegurar

Por
bancos
Valores,
alcanzar
pública
regulado
legal, ya
regulado
oferta pú
ción que
hace es t
oferta de

Para s
mente def
la ciencia
mercantil,

b) Conce

Un bo
promesa c
señalados
del capita
largo plaz
mente. El
circular fá
ble a un ni

Con e
contratos
limitativas

son sus efectos, pero eso no puede llevar a concluir que un acuerdo de voluntades destinado a producir derechos y obligaciones que no esté contemplado en dicho Código (o en otro), tal como el contrato de distribución de mercaderías, no existe. De hecho, la doctrina ha reconocido la existencia de los llamados "contratos innominados", que no son sino aquellos que no encuentran su reconocimiento y regulación en el Código, sino en el legítimo ejercicio de la libertad contractual.

Lo mismo puede decirse de los bonos. En efecto, es cierto que los artículos 103 y siguientes de la Ley de Mercado de Valores regulan la oferta pública de bonos, pero no podría por ello deducirse que un bono que no cumpla con los requisitos para hacer oferta pública de él no es un bono. Lo que sí sería correcto es señalar que respecto de ese instrumento no se puede hacer oferta al público en general o a un sector específico de él, o bien que quien lo hiciere sería sujeto de sanciones legales y administrativas.

A estos efectos cabe preguntarse si es la Ley de Mercado de Valores la que define lo que es un bono o no. Es indudable que el artículo 103 se refiere a los bonos como aquellos instrumentos a través de los cuales debe hacerse oferta pública de valores representativos de deuda cuyo plazo es superior a un año, pero ello no significa que la ley haya definido lo que es un bono, porque no es la ley la llamada a hacerlo. En verdad, el bono es un instrumento financiero creado por la ciencia económica para alcanzar determinados fines y la ley, reconociendo su existencia, ha regulado de qué forma puede ofrecerse al público en general, para asegurar la transparencia debida en la inversión que efectúen terceros.

Por lo demás, en la misma ley se señala que a cierta clase de bonos (los emitidos por bancos e instituciones financieras) no se les aplican las normas de la Ley de Mercado de Valores, razón por la cual queda demostrado que para el legislador no es un requisito para alcanzar la denominación de "bono" el hecho que el instrumento respectivo sea de oferta pública y que cumpla con los demás requisitos legales, sino que pueden existir bonos no regulados por dicha norma. Es decir, pueden existir bonos que no cumplan con la normativa legal, ya que la esencia del valor denominado "bono" no proviene del hecho que este sea regulado por la ley, sino que esta se limita a establecer las normas aplicables a los bonos de oferta pública. Como se señala más adelante, el concepto de "bono" es anterior a la regulación que la Ley de Mercado de Valores hace de los bonos de oferta pública. Lo que la ley hace es tomar un concepto ya existente, señalando requisitos especiales para poder hacer una oferta de ellos al público.

Para saber lo que es un bono, o cualquier otro valor referido en la ley, pero no expresamente definido en esta (como los planes de ahorro), hay que revisar su significado a la luz de la ciencia que los emplea, la doctrina especializada y, por tratarse de un instrumento de índole mercantil, la costumbre.

b) Concepto Financiero¹

Un bono es una obligación a largo plazo por el dinero que se ha pedido prestado; es una promesa de pagar intereses y reembolsar el capital recibido en préstamo en los términos señalados en un convenio denominado "contrato de emisión de bonos". En la estructuración del capital de una empresa es posible decidir que una parte se efectúe a través de deuda de largo plazo y en la que al acreedor se le permita poder transferir su acreencia total o parcialmente. El concepto de bonos permite lo anterior, ya que se trata de un instrumento que puede circular fácilmente y en el que se puede fraccionar el monto de la deuda para hacerla accesible a un número amplio de acreedores (inversionistas).

Con el objeto de proteger sus derechos y resguardar su inversión, es normal que los contratos de deuda y, particularmente, los de emisión de bonos contengan cláusulas limitativas para la empresa emisora, ya sea por la vía de impedir que se realicen determinadas

¹ ART. 24 de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas.

acciones (como incurrir en deuda adicional o pagar dividendos), ya sea por la vía de obligarla a realizar otras (como el pago de sus impuestos en forma oportuna o la elaboración de estados financieros periódicos). Es decir, las cláusulas en este tipo de contratos sirven para vigilar la actividad y la posición financiera de la sociedad. Además, estas cláusulas agregan valor, al disminuir el riesgo de incumplimiento del contrato y, en consecuencia, la tasa de descuento del bono. No obstante, las cláusulas de este tipo son costosas, ya que limitan la flexibilidad operativa de la compañía y pueden eliminar oportunidades de inversión.

Una alternativa para eliminar una amplia gama de cláusulas limitativas o restrictivas para la sociedad es el uso de una opción de conversión para crear un bono convertible. Las obligaciones convertibles en acciones, sin perjuicio de sus diferentes variantes (como los bonos), pueden definirse como aquellas que permiten a sus titulares en determinadas condiciones, dependiendo o no de su voluntad, pasar de ser acreedores de la empresa emisora de las obligaciones a ser accionistas de la misma empresa². Se puede canjear un bono convertible por cierto número prefijado de acciones de la sociedad, a elección del tenedor de bonos. La opción en un bono convertible permite que el tenedor de valores participe de las ventajas si las inversiones de la empresa tienen un éxito especial. Las compañías más pequeñas y más jóvenes a menudo emiten bonos convertibles —en lugar de bonos sin la opción de conversión— precisamente por esta razón.

B) La Oferta Privada de Bonos

Como hemos señalado, de acuerdo a la interpretación de la SVS, no podría efectuarse una oferta privada de bonos. Sin embargo, existen muchas razones para permitirla, particularmente cuando las razones que han llevado al legislador a regular la oferta pública no son aplicables. Es un principio universal en materia de derecho de valores que los mercados funcionen con transparencia, para lo cual se exige que las sociedades cuyos valores circulan en el mercado de capitales entreguen una información completa y veraz sobre ellas mismas y sobre los valores colocados. Entonces, con el objeto de proteger a los inversionistas que van a comprar los valores, se impone a los emisores la obligación de entregar la información más exacta posible acerca de sus negocios y de su emisión, con anterioridad a su venta, lo que debe realizarse mediante un registro de los mismos ante el organismo fiscalizador.

De este modo, los emisores deben entregar a los potenciales inversionistas toda la información que se estima que estos han de tener en consideración al momento de tomar la decisión de invertir o no. Estas normas se justifican plenamente cuando el inversionista no es sofisticado y puede ser fácilmente engañado, como ocurre con el público en general.

Sin embargo, también es un principio reconocido que en aquellos casos en que el inversionista puede defender directamente sus intereses, sin necesidad e incluso de mejor forma que con las protecciones contenidas en la ley, no debieran ser aplicables las normas sobre registro y oferta pública de los valores. Tal es el caso de las inversiones realizadas por inversionistas institucionales y por inversionistas sofisticados. Por este motivo es razonable que se permita a las sociedades emitir valores (acciones, bonos, *debentures*, etc.) en forma privada, es decir, sin hacer oferta pública de ellos, a aquellos inversionistas que por sus calidades no requieran ser protegidos por la ley.

Si bien en nuestra legislación no existe un tratamiento expreso para la colocación privada de valores, nada la impide. De acuerdo a los artículos 1° y 4° de la Ley de Mercado de Valores, dicha normativa se aplica a la oferta de instrumentos al público en general o a ciertos sectores o grupos específicos del mercado, señalando cómo y en qué condiciones debe hacerse³. Es decir, no regula la oferta privada. Entonces, toda oferta de valores que no sea pública es privada (cuando no está destinada al público en general ni a un grupo específico de él), y toda oferta privada es válida, en cuanto no traspase las fronteras que la harían pública.

² ART. 103 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores.

³ ART. 3° de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores.

En el
dos de A
la obliga
Exchange
importan
mercado.
como: *en*
experien
requerim
dicha co
informac
uno solo
que dicha

Un e
adquiera
largo pla
en una of
la de pon
es un pla
menos de
sus valor
sostificac
tener la i
emisión s
valores a
su distrib
puede ver

Con
varias no

a) Regla

La R
una ofert
objeto de
intervien
todos mo

La R
emisor y
años en j
función d
corredore
una oferta

b) Regla

La R
oferta pri
otorgar n
alguna, la

⁴ Em
México, 20

En el derecho comparado⁴ encontramos algunas legislaciones, como la de los Estados Unidos de América, que han regulado expresamente la oferta privada de valores, como excepción a la obligación de registrar valores ante su organismo regulador, denominado *Securities and Exchange Commission* (SEC). A decir verdad, las ofertas privadas constituyen la excepción más importante a la obligación de registrar valores en la SEC cuando se va a colocarlos en el mercado. Para evitar que una oferta privada deba registrarse, deben darse ciertos hechos, tales como: *en primer lugar*, que los inversionistas sean sofisticados, es decir, que posean suficiente experiencia en materias financieras para ser capaces de evaluar los riesgos de la inversión, requerimiento del que puede prescindirse si el inversionista actúe por medio de un agente tenga dicha condición de sofisticación y, *en segundo lugar*, que los inversores tengan acceso a la información relativa al emisor y a los valores, para lo cual se utiliza un prospecto. Basta que uno solo de los inversionistas no reúna el requisito de sofisticación o no reciba el prospecto para que dicha oferta sea considerada como pública y requiera ser registrada en la SEC.

Un elemento importante en la configuración de una oferta privada es que el comprador no adquiera los valores con la intención de distribuirlos posteriormente, sino con la de invertir a largo plazo en ellos. Por ello, se les exige a los inversionistas mantener los valores adquiridos en una oferta privada por un tiempo suficiente para que no aparezca que su intención ha sido la de ponerlos en circulación. Los tribunales de Estados Unidos han interpretado que tres años es un plazo razonablemente largo para determinar la intención del comprador, mientras que menos de dos años generalmente no lo es. Por ello, es habitual que, al colocar privadamente sus valores, los emisores exijan a los inversionistas una declaración en la que manifiesten ser sofisticados, haber tenido acceso a la información suficiente para decidir sobre la inversión y tener la intención de invertir a largo plazo. Con frecuencia –y como forma de evitar que la emisión se convierta posteriormente en pública– se condiciona la posibilidad de revender los valores al consentimiento del emisor, pues si este no ejerce un cuidado razonable para evitar su distribución al mercado por parte del comprador, la excepción de registro de la emisión puede verse destruida.

Con el objeto de lograr un cierto grado de certeza a los emisores, la SEC ha dictado varias normas relativas a ofertas privadas de valores:

a) Regla 144

La Regla 144 establece un “puerto seguro” para determinar en qué momento se consolida una oferta privada, permitiéndose, en consecuencia, la reventa de los valores que han sido objeto de una colocación privada. La Regla 144 sirve también para determinar si quien interviene en una operación es un *underwriter*, caso en el cual la emisión debe registrarse de todos modos.

La Regla 144 establece que el inversionista debe tener información adecuada sobre el emisor y que los valores obtenidos en la oferta privada deben permanecer un mínimo de dos años en poder de este. Esta norma señala ciertos límites en los montos de las reventas en función de ciertos plazos e impone la obligación que dichas reventas se realicen por medio de corredores. El cumplimiento de estos requisitos hace que la reventa de valores adquiridos en una oferta privada en estas condiciones no destruya la excepción de registro en la SEC.

b) Regla 144A

La Regla 144A se dictó a efectos de facilitar la reventa de valores adquiridos en una oferta privada a determinados inversionistas institucionales calificados. Esta norma persigue otorgar mayor liquidez al mercado secundario de dichos valores permitiendo, sin limitación alguna, la reventa de valores no registrados, a inversionistas institucionales que posean una

⁴ Emery, Douglas R. y Finnerty, John D., *Administración Financiera Corporativa*, Pearson Education, México, 2000, págs. 289-290.

cartera de inversión en valores emitidos por entidades no relacionadas de a lo menos cien millones de dólares.

c) Regulación D

Otra alternativa para efectuar ofertas privadas es la que se contempla en la Regulación D, que comprende las Reglas 504, 505 y 506 y que constituyen tres excepciones a la obligación de registrar emisiones de valores.

- i) La Regla 504 autoriza la venta de valores mediante el uso de publicidad y oferta pública, siempre que la emisión sea de un monto máximo de un millón de dólares en un período de doce meses, sin limitación alguna en el número de compradores.
- ii) La Regla 505 autoriza la venta de valores, sin uso de publicidad ni oferta pública, siempre que la emisión sea por un monto máximo de cinco millones de dólares en un período de doce meses, sin limitación alguna en el número de compradores, si estos son inversionistas calificados (bancos, compañías de seguros y otros inversionistas institucionales, así como personas naturales que tengan altos ingresos anuales) y un máximo de treinta y cinco si no son calificados (caso en el cual debe entregárseles cierta información específica). De acuerdo a esta norma, los inversionistas deben conservar los valores adquiridos en su poder por a lo menos dos años sin revenderlos.
- iii) La Regla 506 autoriza la venta de valores, sin uso de publicidad ni oferta pública, sin limitación de monto ni de número de compradores, si estos son calificados o, si no lo son, hasta un máximo de treinta y cinco, caso en el cual estos deben ser sofisticados y, además, deben ser provistos de cierta información específica. De acuerdo a esta norma, los inversionistas deben conservar los valores adquiridos en su poder por a lo menos dos años sin revenderlos.

Del mismo modo, en la legislación española también se encuentra contemplada la oferta privada de valores. La regulación jurídica de estas ofertas aparece recogida en el Real Decreto N° 291/1992 de 27 de marzo de 1992 y en el Real Decreto N° 2590/1998 de 7 de diciembre de 1998, modificatorio del anterior.

De acuerdo a dichas normas, son consideradas específicamente como ofertas privadas de valores las que a continuación se enumeran:

- 1) Las que vayan dirigidas exclusivamente a inversores institucionales, tales como fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras, entidades de crédito o las sociedades de valores, que realicen habitual o profesionalmente inversiones en valores negociables. Los adquirentes no pueden transmitir tales valores a sujetos diferentes de los arriba indicados.
- 2) Las que estén dirigidas a un número de inversionistas inferior a cincuenta.
- 3) Las dirigidas a los trabajadores o jubilados de la entidad emisora o de su grupo.
- 4) Las ofertas de valores cuyo importe total sea inferior a 1.000 millones de pesetas.
- 5) Aquellas cuyo precio efectivo unitario o desembolso mínimo exigible sea igual o superior a 25 millones de pesetas, y cada inversor tenga que desembolsar como mínimo esa cifra.
- 6) Las ofertas de acciones totalmente liberadas o de valores ofrecidos en canje de otros de la misma sociedad, sin que el proceso de canje aumente el capital de la sociedad, ni entrañe una modificación sustantiva de los valores.
- 7) Las ofertas de acciones exigidas por procesos de escisión o fusión.

Las ofertas privadas deben cumplir los siguientes requisitos:

- a) Comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, la C.N.M.V.): Esta comunicación previa a la C.N.M.V. debe realizarse después de la adopción del correspondiente acuerdo de oferta privada.

Una v
que e:
nicaci
la ob
difusi

b) Docu
mento
del q
valore

En rel
del Merca
la no obli
artículo, e
Ministerio

Los s

- i) Las c
evolu
- ii) Las c
plazo
- iii) Las o
- iv) Las o
- v) Aque
privil
comp

En ge
públicas,

- Puede
- Puede
- Perm

C) Aumen

Toma
concluido
un plazo
agregand
vertidos e
sociedade
como reg
precisam
tas con
inversion

Esta
o no de c
tanto de
pago de l

Una vez registrada la comunicación previa, el oferente puede darle publicidad en la forma que estime conveniente. Tal publicidad deberá ser coherente con el contenido de la comunicación previa y no inducir a error. No obstante, la C.N.M.V. puede imponer al oferente la obligación de dar publicidad a la comunicación en diarios oficiales o privados de difusión nacional.

- b) Documentos acreditativos: El oferente deberá presentar ante la C.N.M.V. varios documentos, tales como una certificación del acuerdo de emisión y cualquier otro documento del que se deriven limitaciones o condicionamientos para adquirir la titularidad de los valores o incorporar los derechos incorporados a ellos.

En relación a los requisitos que deben cumplir las ofertas privadas, cabe destacar que la Ley del Mercado de Valores española, en su artículo 25, inciso primero, establece como regla general la no obligatoriedad de contar con autorización administrativa previa. No obstante, este mismo artículo, en sus párrafos posteriores, enumera una serie de supuestos respecto de los cuales el Ministerio de Economía puede prohibir o determinar que deben someterse a su autorización.

Los supuestos son los indicados a continuación:

- i) Las ofertas de valores cuyo capital o cuyos intereses sean revisables en función de la evolución de algún índice de precios o del precio o del precio de algún bien o servicio.
- ii) Las ofertas cuyos rendimientos sean exigibles, en su totalidad o en su mayor parte, en plazos superiores a un año.
- iii) Las ofertas expresadas en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional.
- iv) Las ofertas realizadas en el mercado nacional por no residentes.
- v) Aquellas ofertas que pretendan gozar de algún beneficio tributario o de cualesquiera otros privilegios legalmente establecidos, salvo que se trate de beneficios cuya concesión sea competencia de alguna Comunidad Autónoma.

En general, las ventajas más notorias de las ofertas privadas, en comparación a las ofertas públicas, son las siguientes:

- Pueden ser efectuadas en menor tiempo
- Pueden ser efectuadas a un costo menor
- Permiten entrar al mercado de capitales por la puerta de los grandes inversionistas

C) Aumentos de Capital de una Sociedad Anónima por un Plazo Superior a 3 Años

Tomando en cuenta lo dispuesto en el artículo 24 de la Ley N° 18.046, la SVS ha concluido que no puede haber un aumento de capital de una sociedad anónima que establezca un plazo superior a tres años para la suscripción y pago de las acciones que se emitan, agregando que los bonos de oferta pública son los únicos instrumentos que pueden ser convertidos en acciones. En cuanto a la primera aseveración, es la propia ley la que permite a las sociedades anónimas –en ciertos casos– exceder el plazo máximo de tres años establecido como regla general, para la emisión, suscripción y pago de las acciones. Uno de esos casos es precisamente el de aquellas acciones acordadas emitir en una junta extraordinaria de accionistas con el objeto de poder dar cumplimiento al derecho de conversión que tienen los inversionistas en bonos convertibles en acciones.

Esta excepción se encuentra justificada no porque los bonos convertibles en acciones sean o no de oferta pública, sino porque en este caso quedan completamente cubiertos los intereses tanto de terceros (puesto que, en caso que el tenedor de un bono optarse por la conversión, el pago de las acciones emitidas quedaría asegurado) como también de la sociedad emisora y de

sus inversionistas (al disponer de una alternativa de inversión generalmente no disponible). De otro modo, no sería posible efectuar un endeudamiento a la sociedad por medio de este mecanismo por un plazo superior a tres años, perdiendo, entonces, muchos de los atractivos de que goza este tipo de instrumento financiero.

Por otra parte, en cuanto a la exigencia formulada por la SVS de que los bonos deben ser de oferta pública para que puedan ser convertidos en acciones, no existe norma legal ni reglamentaria que disponga dicho requisito. En efecto, la única exigencia establecida en la ley es que la sociedad haya emitido bonos convertibles en acciones para sobrepasar el señalado plazo de tres años. Si el legislador hubiera querido limitar esta posibilidad solo a los bonos de oferta pública, lo hubiera debido señalar, tal como lo hace cada vez que quiere hacer una distinción regulatoria entre las sociedades anónimas abiertas y cerradas. La interpretación de la SVS lleva inevitablemente a imponer una carga excesiva sobre todas las sociedades anónimas, puesto que las obliga a convertirse en abiertas en caso de querer emitir bonos convertibles en acciones.

La misma naturaleza de los bonos convertibles en acciones como instrumentos de financiamiento y de inversión no impone ningún requisito en cuanto a su aptitud de ser ofrecida al público en general o privadamente. De hecho, establecer esta limitación supondría un grave detrimento en cuanto al acceso a vías de financiamiento que no serían justificables desde el punto de vista económico ni legal.

D) Convertibilidad de un Valor de Oferta Privada en uno de Oferta Pública

Una de las objeciones formuladas por la SVS es que sería incompatible en una sociedad anónima la existencia de bonos de oferta privada convertibles en acciones registradas como instrumentos de oferta pública. La preocupación de la autoridad es que se distribuya privadamente un valor que, sin haber cumplido los requisitos señalados en la Ley de Mercado de Valores, pueda ser convertido en uno de oferta pública.

Aunque lo que al legislador le importa en el caso de la distribución de valores en el público es que existan los debidos resguardos en orden a que los inversionistas tengan información adecuada y oportuna acerca de los mismos y de sus emisores, pareciera incluso atendible el punto de la SVS en cuanto a si la oferta privada del bono se hace en forma simultánea o posterior a la oferta pública de las acciones que les sirven de respaldo. No obstante lo anterior, la posición de la autoridad no es razonable en los casos en que la oferta privada de los bonos convertibles ha precedido la inscripción de las acciones respectivas en el Registro de Valores, puesto que, desde el punto de vista estrictamente jurídico, en primer lugar, el respectivo contrato de emisión de bonos privados es un contrato válidamente celebrado entre la sociedad y los inversionistas (y, eventualmente, un representante de los tenedores de bonos) en virtud del principio de libertad contractual y que no debiera ser necesario modificarlo a consecuencia de una decisión exclusiva de una de las partes (la decisión del emisor de inscribir a la sociedad y a sus acciones en el Registro de Accionistas).

En segundo lugar, la adquisición de bonos convertibles en acciones la hace el inversionista en consideración del instrumento sujeto de evaluación, independientemente del hecho que las acciones que los respaldan son de oferta pública o no. Ese elemento puede ser uno más del análisis, pero no el determinante, por lo que no puede decirse que este ha tenido expectativas fuera de la realidad.

En tercer lugar, el inversionista que adquiere un valor convertible de oferta privada recibe gratuitamente un atributo adicional (la posibilidad de conversión en un valor de oferta pública y -por ello- más protegido). En este sentido, parecería ser que para el inversionista es más

valioso te
regulación
adicional

Por la
6306 de fe
indicadas
tibles en a
cuado y e
que requie

disponible).
edio de este
os atractivos

os deben ser
ma legal ni
decida en la
ar el señala-
o a los bonos
re hacer una
pretación de
dades anóni-
os converti-

umentos de
titud de ser
ón supondría
justificables

ina sociedad
tradas como
uya privada-
Mercado de

alores en el
engan infor-
iera incluso
ce en forma
espaldo. No
que la oferta
ectivas en el
, en primer
amente cele-
e los tenedo-
er necesario
decisión del

inversionis-
el hecho que
uno más del
expectativas

ivada recibe
ferta pública
nista es más

valioso tener un instrumento de oferta pública que uno de oferta privada, por lo que la regulación y la autoridad administrativa deberían beneficiar y estimular, sin poner cargas adicionales a los emisores, el otorgamiento de dicho atributo adicional.

III. CONCLUSIÓN

Por las razones antes expuestas, nos parece que lo señalado por la SVS en el Oficio N° 6306 de fecha 2 de noviembre de 1999 no es correcto. No lo es no solo por las razones legales indicadas precedentemente, sino también porque desconoce la existencia de los bonos convertibles en acciones colocados privadamente, como instrumento financiero especialmente adecuado y empleado en el mundo desarrollado, para el financiamiento de sociedades anónimas que requieren de capital de riesgo para desarrollarse.

Santiago, 25 de octubre de 2001