

BOLSA NACIONAL DE VALORES, S. A.
Dirección de Asesoría Legal
AL-177-2013

Para: José Rafael Brenes Vega, Gerente General

De: Ricardo Hernández L., Director de Asesoría Legal

Asunto: Naturaleza jurídica de ADR's y su posibilidad de implementación como notas estructuradas

Fecha: 16 de septiembre de 2013

Se consulta a esta Dirección de Asesoría Legal sobre la naturaleza jurídica de las ADR's y su posibilidad de ser implementados dentro de la figura de Notas Estructuradas, de conformidad con la normativa costarricense. Al respecto:

1. Los American Depositary Receipts (ADR), son títulos que respaldan el depósito en un banco estadounidense, de acciones de compañías cuyas sociedades fueron constituidas fuera de aquel país, de manera tal que se pueden transar las acciones de la compañía como si fueran cualquiera otra de ese mercado. De esta forma, el mecanismo de ADR permite a una empresa extranjera emitir acciones directamente en la bolsa norteamericana. Las acciones subyacentes al ADR se llaman ADS, sigla en inglés de *American Depositary Share*. Por lo tanto, podríamos considerar los ADR como un título valor por sí solo, pudiendo comercializarse en el mercado secundario sin problema.
2. Los productos estructurados *“lo podemos definir como el resultado de utilizar el valor financiero generado por distintas figuras de derivados sobre diferentes activos subyacentes basándose en su volatilidad, combinadas con los rendimientos generados por la estructura de la curva cupón cero a un plazo de tiempo determinado. Es decir, partimos de los*

rendimientos que genera un instrumento financiero clásico de inversión (bono, depósito a plazo, certificado, etc.) combinado con los flujos financieros positivos o negativos que genera la utilización de una serie de derivados, básicamente opciones, sobre distintos activos subyacentes. A esta combinación hay que restar una determinada cantidad para retribuir el beneficio de la entidad que lo vende.”¹ Nuestra legislación prevé el uso de estas figuras a través del Reglamento Sobre Oferta Pública de Valores, en su Título IV: Valores provenientes de procesos de titularización, fideicomisos de desarrollo de obra pública y otros valores estructurados, Artículo 98, el cual viene a establecer los requisitos necesarios para poder inscribir emisiones de productos estructurados ligados a un valor subyacente o a un índice. Podríamos entonces considerar los ADR’s como un subyacente válido para la emisión de títulos basados en este producto estructurado, siempre y cuando dichos ADR’s cumplan con los requisitos enumerados en el Artículo 98 supra citado, que en lo literal indica:

“Se permitirá la inscripción en el RNVI de productos estructurados mediante oferta pública restringida.

Se deberá presentar lo siguiente:

- a. Documentación requerida en el Artículo 18 de este Reglamento. En el caso de la calificación de riesgo establecida en el inciso c., únicamente se requerirá su actualización en forma anual.*

- b. Información financiera requerida en el Artículo 23 de este Reglamento. Cuando se trate de empresas domiciliadas en el exterior se deberá presentar la información auditada y exceptuadas de las restantes disposiciones del Reglamento de auditores externos y medidas de gobierno corporativo aplicable a los sujetos fiscalizados por SUGEVAL, SUGEF y*

¹ LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper. *Opciones Financieras y Productos Estructurados*. 2da. edición. Madrid: McGraw Hill, 2003. ISBN

SUPEN. En caso de emisores de oferta pública en mercados organizados se podrá presentar la fuente de consulta de la información.

c. Documentación legal y de orden administrativa señalada en el Artículo 24 de este Reglamento. Asimismo deberá informar la fuente de consulta de la información de sus subyacentes.

d. El contrato financiero del producto estructurado y del producto estructurado global del que este se derive, este último cuando aplique, deberán formar parte del prospecto.

El requisito indicado en el inciso d. podrá presentarse en borrador junto con la solicitud de inscripción. No obstante, una vez emitida la resolución de autorización, deberá presentarse en original conforme a lo dispuesto en el Artículo 41 de este Reglamento.”

3. En cuanto al uso específico de una nota estructurada, debemos indicar que las mismas son un producto estructurado, donde generalmente su subyacente es una garantía del capital o porcentaje de este invertido al momento de su vencimiento. Son instrumentos híbridos que a diferencia de otros productos estructurados, sus rendimientos usualmente son variables y sus subyacentes generalmente son índices, dando un mayor rendimiento que otros títulos. Al llevar las notas generalmente dos o más productos como subyacente, mezclando capital, con un derivado como tasa de interés o índice, se garantiza que el capital no será afectado, quedando el peor de los casos con un rendimiento nulo de inversión.
4. Dentro del mercado actual, hemos observado que actualmente se comercializan notas estructuradas que incluyen dentro de sus subyacentes ADR's, sin embargo, no son productos inscritos bajo nuestra legislación y son comercializados a nivel internacional. Siguiendo las reglas de nuestra legislación, el producto sugerido podría comercializarse si cumpliera con los requisitos indicados en el artículo 98

del Reglamento supra citado, dentro de los cuales los ADR's podrían estar dentro de una Nota Estructurada o bien, algún otro producto estructurado que los pueda incluir como su subyacente, pudiendo ofrecerse como producto de oferta pública restringida. Es importante aclarar que el cumplimiento de los requisitos en el artículo 98, puede no ser un trámite sencillo e implicaría tener la información de la estructura financiera muy clara. Siguiendo las referencias del artículo 98 indicado, la información a suministrar es la indicada en ese mismo artículo, así como la solicitada en los artículos 18, 23, 24 de este mismo reglamento.

De ahí que cabe concluir que notas estructuradas que tengan como subyacente los ADR's sí podrían ser comercializados bajo nuestra legislación como productos estructurados siempre y cuando cumplan con los requisitos de inscripción enumerados en el artículo 98 del Reglamento de Oferta Pública de Valores. Para operar como Notas Estructuradas, los ADR's debería incorporarse al producto como el subyacente de capital, ligado con otro subyacente derivado como tracks, índices o alguna tasa de interés.

Otra posibilidad respecto de los ADR's es que con arreglo al artículo 7 inciso b) del Reglamento sobre Oferta Pública de Valores, un cliente pueda dar una orden de compra de valor extranjero a un puesto de bolsa costarricense, para que éste la transmita a intermediarios autorizados en mercados extranjeros, para que la negociación efectiva de los valores se dé en un mercado extranjero. En este supuesto el puesto de bolsa costarricense no debe haber realizado ningún tipo de ofrecimiento al inversionista de los valores objeto de la negociación.