

## NUEVO PROYECTO NORMATIVO DEL BCU:

### SE MODIFICA EL ALCANCE DEL CONCEPTO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES



Dr. Jean Jacques Bragard  
Socio  
[jbragard@bda.com.uy](mailto:jbragard@bda.com.uy)

Esta semana el Banco Central del Uruguay puso en conocimiento del sistema financiero un nuevo proyecto normativo vinculado al mercado de valores. Este proyecto sustituye el que se venía analizando desde meses atrás con el objetivo de modificar el alcance del concepto de oferta pública de valores contenido en la Recopilación de Normas de Mercado de Valores.

Básicamente, la finalidad que se persigue con las modificaciones propuestas es delimitar el ámbito de la oferta pública del de la privada en función de la cantidad de inversores a los cuales va dirigida la misma.

En este sentido, por primera vez se incorpora a la definición de oferta pública un elemento cuantitativo hasta ahora inexistente. De ser superado el límite cuantitativo que seguidamente indicaremos -tanto al momento de la oferta primaria o a través de la posterior comercialización del valor- se estará ante una hipótesis de configuración de oferta pública de valores.

En efecto, se propone por parte del BCU que toda comunicación para adquirir, vender o canjear valores que: a) sea dirigida a más de 20 inversores; o b) sea dirigida a 20 inversores o menos pero la forma en que se encuentra estructurada la emisión, ya sea por la denominación de los valores o las condiciones para su comercialización, permite que dicho límite sea superado mediante sucesivas compraventas; configurara una oferta pública de valores.

Recordemos que los requisitos para encuadrar en la definición de oferta pública de valores no son acumulativos por lo que no será necesario que participe una bolsa de valores, o que se haga público por cualquier medio (como diarios, tv, radio o publicidad similar), bastando que cualquier emisor de valores haga una comunicación para adquirir, vender o canjear los mismos a más de 20 inversores para caer dentro del régimen de oferta pública.



Asimismo, este nuevo proyecto mantiene el cambio normativo propuesto por el BCU meses atrás en cuanto a considerar la configuración de oferta pública de valores también en aquellos fideicomisos financieros cuyos títulos no prohíban de forma expresa la comercialización de participaciones en dichos valores.

Por último, la nueva normativa dispone que los intermediarios de valores (Corredores de Bolsa y Agentes de Valores) que intervengan en un ofrecimiento de valores de oferta privada, deberán -cuando el BCU se lo requiera- informar los extremos que justifiquen la colocación directa de la oferta a no más de 20 personas físicas o jurídicas determinadas y que la forma en que se encuentra estructurada la emisión, ya sea por la denominación de los valores o las condiciones para su comercialización, no permite que dicho límite pueda ser superado mediante sucesivas compraventas. En definitiva, se está poniendo en cabeza de los intermediarios el control del cumplimiento del requisito cuantitativo, y se establece una sanción expresa en ese sentido para el intermediario de valores.

Es conocido que las consecuencias de que determinada oferta de valor quede comprendida como de oferta pública no son menores. Los emisores de las mismas deben entregar información sobre sí mismos y sobre el valor a emitir al BCU para conocimiento de todos los posibles inversores. Deberán requerir la inscripción del emisor y del valor ante el BCU previo a su ofrecimiento. Pasan a estar obligados a cumplir con prácticas específicas de gobierno corporativo. También los directores del emisor de dichos valores tendrá ciertas limitaciones a la hora de contratar con la emisora.

En nuestra opinión, se está limitando injustificadamente la existencia de la oferta privada de valores. Creemos que debe haber pasos intermedios entre la regulación de oferta pública y oferta privada actual, que no necesariamente determinen pasar de un status al otro. Conjuntamente con modificaciones como las que se pretende introducir -que generarán enorme impacto- deben proponerse cambios normativos que permitan el acceso al mercado de valores a medianas y pequeñas empresas que son quienes se verán afectadas por estas restricciones. Esto último se logra flexibilizando requerimientos hoy vigentes que operan de barreras de ingreso, sea por los altos costos asociados que implica su cumplimiento, el exceso de información, auditoría o directamente la falta de incentivos apropiados. En lugar de someter las ofertas privadas al régimen de oferta pública, podría instrumentarse un régimen oferta pública simplificado que permita a las PYMES listar sus acciones o contraer deuda por medio de la Bolsa, eximiéndolos de la calificación de riesgo, de auditorías externas, disminuyendo la enorme cantidad de cambios de estructura y reporting que implica para una entidad pequeña.

Actualmente nuestra normativa no toma en consideración el tamaño de las empresas emisoras ni tampoco si los potenciales inversores son calificados o no, elemento clave al final para justificar el exceso de regulación o la flexibilización de la misma. Evidentemente, cambios en ese sentido fortalecerán el tan necesario desarrollo del mercado de capitales

\*\*\*