

**REF.: EJECUTA ACUERDO DEL CONSEJO DE LA COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO QUE APRUEBA PUESTA EN CONSULTA DE PROPUESTA NORMATIVA QUE EXCEPTÚA DE LA OBLIGACIÓN DE INSCRIPCIÓN A DETERMINADAS OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES Y MODIFICA LA NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°336 DE 2012 EN LOS TÉRMINOS QUE INDICA.**

---

**SANTIAGO, 05 de octubre de 2020**

**RESOLUCIÓN EXENTA N° 4541**

**VISTOS:**

Lo dispuesto en el artículo 3° de la Ley N° 19.880; en los artículos 5 número 1, 20 número 3, 21 número 1 y 67 todos del Decreto Ley N°3.538; en el artículo 4° de la Ley N° 18.045; en el Decreto Supremo N°437 de 2018, del Ministerio de Hacienda; en el Decreto con Fuerza de Ley N° 1/19.653, del Ministerio Secretaría General de la Presidencia, de 2001, que Fija el Texto Refundido, Coordinado y Sistematizado de la Ley N°18.575, Orgánica Constitucional de Bases Generales de la Administración del Estado; en los artículos 1 y 17 de la Normativa Interna de Funcionamiento de la Comisión para el Mercado Financiero, aprobada mediante Resolución Exenta N° 3.100 de 2019, de dicha Comisión; en lo acordado por el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero en Sesión Ordinaria N°203 de 01 de octubre de 2020; y en la Resolución N° 7 de 2019, de la Contraloría General de la República.

**CONSIDERANDO:**

1. Que, según lo establecido en el N°1 del artículo 5 del Decreto Ley N°3.538, que crea la Comisión para el Mercado Financiero, dentro de las atribuciones generales de esta Comisión se encuentra el dictar las normas para la aplicación y cumplimiento de las leyes y reglamentos y, en general, dictar cualquier otra normativa que de conformidad con la Ley le corresponda para la regulación del mercado financiero. De igual modo, corresponderá a la Comisión interpretar administrativamente las leyes, reglamentos y demás normas que rigen a las personas, entidades o actividades fiscalizadas, y podrá fijar normas, impartir instrucciones y dictar órdenes para su



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-4541-20-93331-J

- aplicación y cumplimiento.
2. Que, de acuerdo a lo dispuesto en el inciso segundo y tercero del artículo 4° de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, esta Comisión se encuentra facultada para establecer que determinados tipos de ofertas de valores no constituyen ofertas públicas y eximir a ciertas ofertas públicas del cumplimiento de alguno de los requisitos establecidos por la referida Ley, mediante norma de carácter general.
  3. Que, la Norma de Carácter General N°336 de 2012, estableció ofertas de valores que no constituyen ofertas públicas, en virtud de lo establecido en el inciso segundo del artículo 4° de la Ley N°18.045.
  4. Que, la Norma de Carácter General N°345 de 2013, eximio a determinadas ofertas públicas de valores del requisito de inscripción, en virtud de lo establecido en el inciso tercero del artículo 4° de la Ley N°18.045.
  5. Que, atendidas estas disposiciones, esta Comisión ha estimado pertinente poner en consulta pública una propuesta que moderniza la normativa que exceptúa del requisito de inscripción a determinadas ofertas públicas de valores y que modifica la Norma de Carácter General N°336 de 2012.
  6. Que de acuerdo al número 3 del artículo 20 del Decreto Ley N° 3.538, la normativa que imparta el Consejo de la Comisión deberá contener los fundamentos que hagan necesaria su dictación, incluyendo una definición adecuada del problema que se pretende abordar, la justificación de la intervención regulatoria, la evaluación del impacto de dicha regulación, así como aquellos estudios o informes en que se apoye, en los casos que corresponda o sea posible. Además, el referido numeral establece que dicha normativa deberá ser objeto de una consulta pública.
  7. Que, en virtud de lo anterior, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero, mediante acuerdo adoptado en Sesión Ordinaria N°203 de 01 de octubre de 2020, acordó poner en consulta pública a contar del 05 y hasta el 30 de octubre de 2020 la propuesta normativa antes referida.
  8. Que, en lo pertinente, el artículo 17 de la Normativa Interna de Funcionamiento de la Comisión para el Mercado Financiero señala que *“Dichos acuerdos podrán llevarse a efecto una vez emitido por el Ministro de Fe un certificado del acuerdo, sin esperar la suscripción del Acta por los comisionados presentes en la Sesión. Dicho certificado se citará en el acto o resolución que formalice el acuerdo”*. En virtud de lo anterior, se emitió el certificado de 01 de octubre de 2020 suscrito por el Sr. Secretario, donde consta el referido acuerdo.
  9. Que, conforme lo dispuesto en el inciso séptimo del artículo 3° de la Ley N°19.880 y del N° 1 del artículo 21 del referido Decreto Ley N°3.538, corresponde al Presidente de la Comisión ejecutar y dar cumplimiento a los acuerdos adoptados por el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero.

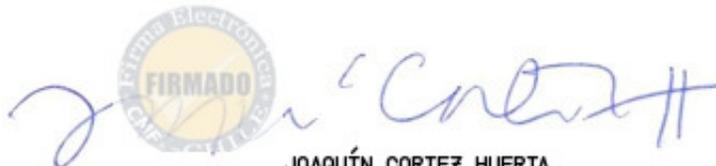
### **RESUELVO:**

**EJECÚTESE** el acuerdo del Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero, adoptado en Sesión Ordinaria N°203 de 01 de octubre de 2020, que aprueba la puesta en consulta pública, a contar del 05 y hasta el 30 de octubre de 2020, de la propuesta normativa que exceptúa de la obligación de inscripción a determinadas ofertas públicas de valores y modifica la Norma de Carácter General N°336 de 2012, acompañada de su respectivo informe normativo, cuyos textos completos se encuentran adjuntos a esta Resolución y se entienden formar parte de la misma.

Anótese, Comuníquese y Archívese.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-4541-20-93331-J

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Joaquín Cortez Huerta', is written over a circular digital signature stamp. The stamp is yellow with a grey border and contains the word 'FIRMADO' in the center, with 'Sistema Electrónico' at the top and 'CMF' at the bottom.

JOAQUÍN CORTEZ HUERTA  
PRESIDENTE  
COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-4541-20-93331-J

## **NORMA DE CARÁCTER GENERAL N° [XX]**

Esta Comisión, en uso de las facultades que le confieren el numeral 1 del artículo 5, el numeral 3 del artículo 20, ambos del Decreto Ley N°3.538; el artículo 4 de la Ley N°18.045; y lo acordado por el Consejo de la Comisión en Sesión [Ordinaria/Extraordinaria] N°[X] de [fecha], ha estimado impartir las siguientes instrucciones:

### **I. OFERTAS PÚBLICAS EXCEPTUADAS**

En virtud de lo establecido en el inciso tercero del artículo 4° de la Ley N°18.045, quedarán exceptuadas del requisito de inscripción del emisor o valor, según corresponda, las siguientes ofertas públicas:

1. Aquellas cuyos valores sólo podrán ser adquiridos por inversionistas calificados.
2. Aquellas en que el monto total a ser captado por el emisor en los doce meses siguientes a la primera oferta, no supere el equivalente a 10.000 unidades de fomento.
3. Aquellas que establecen como requisito para perfeccionar cada operación, que el inversionista adquiera al menos el 2% del capital del emisor de los valores.
4. Aquellas cuya finalidad es compensar a los trabajadores del emisor de los valores, o de su matriz, filiales o coligadas, independiente que la oferta verse sobre participaciones de un vehículo de inversión colectiva cuya principal inversión son instrumentos representativos del capital de aquéllos.
5. Aquellas que versan sobre valores que conferirán a sus adquirentes el derecho a membresía, uso o goce de las instalaciones o infraestructura de establecimientos educacionales, deportivos o recreacionales.

### **II. MODIFICACIONES A LA NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°336**

Reemplázase el literal a) de la sección IV de la N.C.G. N°336 de 2012, por el siguiente:

“Obtener la declaración de quien adquiera los valores ofrecidos respecto a qué tipo de inversionista es, esto es, calificado del 1) al 6) de la sección II de la N.C.G. N°216 de 2008, del 7) u 8) de esa normativa, o no tiene la calidad de Inversionista Calificado; y al hecho que ha tomado conocimiento que los valores que serán adquiridos no están inscritos en los registros que mantiene la Comisión para el Mercado Financiero y, por tanto, que no podrán ser objeto de oferta pública en Chile ni estarán sometidos a la fiscalización y obligaciones de información establecidos por aquélla.”

### **III. OBLIGACIONES DE INFORMACION**

Quienes realicen las ofertas a las que se refiere la sección I anterior, deberá indicar, en toda comunicación y material físico o electrónico que se emplee para ofrecer los valores, que la oferta trata sobre valores no inscritos en los Registros que lleva la



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-4541-20-93331-J

Comisión para el Mercado Financiero de Chile y que, por tanto, su emisor no está sometido a la fiscalización de ésta ni podrá hacerse oferta pública en Chile de esos valores.

Corresponderá al oferente, ante acciones de fiscalización efectuadas por esta Comisión, acreditar el cumplimiento de esta obligación y, para efectos de acreditar la circunstancia a que se refiere el numeral 1 de la Sección I anterior, contar con la correspondiente declaración de quien adquirió los valores respecto al hecho que cumple con las condiciones para ser considerado inversionista calificado de la N.C.G. N°216 de 2008.

#### **IV. DEROGACIÓN**

Derógase la Norma de Carácter General N°345 de 2013.

#### **V. VIGENCIA**

Las instrucciones establecidas en la presente Norma de Carácter General rigen a contar de esta fecha.

### **COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO**



*Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-4541-20-93331-J*



COMISIÓN  
PARA EL MERCADO  
FINANCIERO

# PROYECTO NORMATIVO

## Oferta Privada y Oferta Pública de Valores con Excepción.

Octubre 2020



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-4541-20-93331-J

[www.cmfchile.cl](http://www.cmfchile.cl)

---

## Proyecto Normativo

# Oferta Privada y Oferta Pública de Valores con Excepción.

---

**Octubre 2020**



*Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>  
FOLIO: RES-4541-20-93331-J*

## Contenido

<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>4</b>
<b>2. OBJETIVO DEL PROYECTO .....</b>	<b>4</b>
<b>3. DIAGNÓSTICO .....</b>	<b>4</b>
<b>4. ESTUDIOS, PRINCIPIOS Y RECOMENDACIONES INTERNACIONALES.....</b>	<b>5</b>
<b>5. JURISDICCIONES EXTRANJERAS .....</b>	<b>6</b>
A. Estados Unidos .....	6
B. Unión Europea .....	9
B.1 España .....	10
C. Colombia.....	11
D. México .....	12
E. Perú .....	13
F. Singapur .....	14
<b>6. MARCO REGULATORIO VIGENTE .....</b>	<b>15</b>
A. Fuente Legal del Proyecto Normativo .....	15
B. Normativa Vigente .....	16
<b>7. PROPUESTA NORMATIVA .....</b>	<b>18</b>
A. Contenido de la Propuesta.....	20
<b>8. ANÁLISIS DE IMPACTO.....</b>	<b>21</b>
<b>9. CONTRIBUCIONES AL PROCESO CONSULTIVO.....</b>	<b>23</b>



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO RES-4541-20-93331-I  
 Oferta privada y oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

## 1. INTRODUCCIÓN

El artículo 4 de la Ley N°18.045 define ofertas públicas de valores. Se consideran por tales, aquellas dirigidas al público en general o a un grupo específico de éste.

Esa disposición, tiene por objeto delimitar aquellos tipos de ofertas sobre las que regirán las obligaciones de inscripción del valor y emisor.

A su vez, de esa inscripción, derivan una serie de obligaciones de difusión de información y restricciones a la intermediación, entre otras regulaciones establecidas por dicha ley.

Debido a que, por lo amplia de la definición de oferta pública, podrían quedar comprendidas algunas ofertas para las que no resultare pertinente el cumplimiento de todas las disposiciones de esa ley, ese mismo artículo facultó a la Comisión para el Mercado Financiero para establecer que determinados tipos de ofertas no serán consideradas ofertas públicas ("ofertas privadas") y para eximir a ciertas ofertas públicas del cumplimiento de alguno de los requisitos de la ley.

En virtud de esas atribuciones, esta Comisión emitió las Normas de Carácter General ("NCG") N°336 de 2012 y N°345 de 2013.

Teniendo en consideración que, desde la emisión de esas normativas, ha transcurrido un período razonable de tiempo para evaluar si tales instrucciones cumplieron el objetivo perseguido con su dictación, y que, por la situación que actualmente vive el país se hace necesario revisar los mecanismos que provee el ordenamiento jurídico para la obtención de financiamiento por parte de las empresas, esta Comisión ha estimado pertinente perfeccionar las normas antes señaladas.

## 2. OBJETIVO DEL PROYECTO

El objetivo del presente proyecto normativo es flexibilizar las condiciones, requisitos y parámetros que actualmente rigen las ofertas de valores que no requieren de inscripción en la Comisión para ser efectuadas, de manera de facilitar el financiamiento por parte de las empresas, al reducir los costos que la Ley N°18.045 impone a las ofertas públicas de valores.

Esas mayores flexibilidades se conferirán en virtud de las facultades que esa misma ley confiere a la Comisión, y para aquellos casos en que, en opinión de ésta, no se estaría comprometiendo la fe pública, el correcto funcionamiento y estabilidad financiera del mercado.

## 3. DIAGNÓSTICO

A partir de reuniones sostenidas con algunos actores del mercado y de la revisión de las comunicaciones remitidas a la Comisión de conformidad a lo establecido en la NCG N°345, se pudo observar que con la dictación de ambas normativas, la Comisión habría generado un espacio de financiamiento complementario al regulado por la Ley N°18.045, permitiendo a cierto



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO RES-4541-20-93331-I Oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

tipo de proyectos obtener financiamiento sin tener que someterse a la fiscalización de la Comisión y cumplimiento de las disposiciones de la Ley N°18.045.<sup>1</sup>

Al preguntar a quienes fueron entrevistados en calidad de usuarios de la normativa respecto a los principales beneficios que habrían tenido ambas normas, señalaron que fue la mayor claridad y certeza jurídica que habrían proporcionado frente a la definición de oferta pública, amplia y subjetiva, contemplada en la Ley N°18.045, y que, hasta antes de la dictación de dichas normas, habría generado fuertes desincentivos a efectuar ofertas de valores fuera del perímetro regulado.

A su vez, ambas normativas habrían disminuido el costo de financiamiento de algunas empresas al permitirles levantar recursos en un espacio no regulado mediante ofertas de valores, sin tener que inscribirse en el Registro de Valores y, por tanto, quedar sometidos a la fiscalización de la Comisión y cumplir con todas las obligaciones de entrega de información continua aplicables a los emisores inscritos.

En cuanto a las principales dificultades que se habrían observado de las normativas, éstas habrían sido: la necesidad del oferente, ya sea el emisor o colocador de los valores, de verificar la identidad y calidad de inversionista calificado de las personas que son objeto de la oferta privada; y las obligaciones de información, en el caso de ambas normativas.

#### 4. ESTUDIOS, PRINCIPIOS Y RECOMENDACIONES INTERNACIONALES

En general, los principios para la regulación del mercado de valores de la International Organization of Securities Commissions ("IOSCO")<sup>2</sup>, se enfocan en la oferta pública de valores, sin que existan recomendaciones respecto a qué condiciones debieran cumplirse para entender las ofertas como "públicas" (sin perjuicio que IOSCO reconoce que existen distintos criterios en las jurisdicciones para esa definición<sup>3</sup>).

En cuanto a las ofertas privadas, IOSCO en su publicación *SME Financing Through Capital Markets*<sup>4</sup>, señala que las ofertas privadas pueden proveer de un mecanismo alternativo de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas, debido a que para ese tipo de empresas la carga regulatoria del mercado de valores les resultaría desproporcionada.

En el mismo sentido, la Unión Europea, en su Green Paper *Building a Capital Markets Union*<sup>5</sup>, también reconoce que las ofertas privadas pueden transformarse en un medio de financiación adecuado para empresas medianas.

---

<sup>1</sup> En promedio se efectuaron más de 50 ofertas públicas exceptuadas por año en los últimos 3 años.

<sup>2</sup> IOSCO (2017) Objectives and Principles of Securities Regulation.

<sup>3</sup> IOSCO (2017) Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, E. Principles Relating to Issuers, 2 Scope.

<sup>4</sup> IOSCO (2015). SME Financing Through Capital Markets.

<sup>5</sup> EU (2015) Green Paper. Building a Capital Markets Union.





El Formulario D contempla datos de identificación del emisor, tipo de industria, tamaño del negocio, tipo de valores y condiciones de la inversión, monto mínimo aceptado, comisiones, entre otros.

2. **Excepción para ofertas limitadas a 35 inversionistas no acreditados (Regulation D, Rule 506b)**

Los valores no pueden ser vendidos a más de 35 inversionistas no acreditados y no está permitida la difusión pública de información sobre la oferta<sup>9</sup>. Todos los inversionistas no acreditados, de manera individual o con un representante para la compra, deben cumplir con el estándar legal de contar con suficiente conocimiento y experiencia en asuntos financieros y comerciales, que les permitan evaluar los méritos y riesgos de la posible inversión.

La misma Regulation D define quienes se entenderán como inversionistas acreditados. De acuerdo con la *Rule 501 Definitions and terms used in Regulation D*, esos inversionistas corresponden principalmente a entidades financieras como bancos, brokers, dealers, compañías de seguros y compañías de inversión, así como también a ejecutivos y controladores del emisor del valor, y personas naturales de alto patrimonio o ingresos (patrimonio superior a 1 millón de dólares o ingresos anuales superiores a 200 mil dólares). La regulación establece que es deber de quien realiza la oferta verificar razonablemente que los inversionistas cuentan con la calidad de acreditado, o bien con el conocimiento y experiencia requerido, según corresponda.

También se debe notificar a la SEC, en su Formulario D, en un máximo de 15 días desde la primera venta de valores. Además, se exige la divulgación de información a los inversionistas no acreditados, la cual es de similar alcance a la requerida cuando la oferta se inscribe. Según las disposiciones de la Rule 502 (b), los emisores que no están sujetos a reporte ante la SEC deben entregar al inversionista información del emisor y estados financieros. Si el emisor reporta a la SEC debe entregar alguno de los reportes anuales del último año fiscal, según le corresponda, o uno de los formularios de registro ante esa entidad.

En este caso también rigen las consideraciones de la Rule 506(d) *Bad Actor Disqualification*.

3. **Excepción para ofertas sin límite de monto (Regulation D, Rule 506c)**

Para acogerse a esta excepción la oferta debe estar dirigida exclusivamente a inversionistas acreditados. A diferencia de los casos anteriores, se permite al emisor la difusión pública de la oferta, a lo que la regulación se refiere como *General Solicitation*, lo cual incluye publicidad en periódicos, revistas, medios audiovisuales, así como también eventos o seminarios a los cuales los asistentes fueren invitados por alguno de los medios previamente señalados.

---

<sup>9</sup> Existen ciertas excepciones en el caso de Rule 506(b) relacionadas principalmente a la aplicación supletoria de regulaciones estatales.



Requiere de una notificación a la SEC, en su Formulario D, en un máximo de 15 días desde la primera venta de valores.

En este caso también rigen las consideraciones de la Rule 506(d) *Bad Actor Disqualification*.

Los valores que se adquieren bajo los tres casos previamente descritos, son denominados como *Restricted Securities*, y no está autorizada su libre transacción, a menos que se realice un registro o bien se aplique una excepción. Al respecto, la Rule 144 establece disposiciones para permitir la venta de *Restricted Securities*<sup>10</sup>. Las principales condiciones establecidas para acogerse a esa excepción son:<sup>11</sup>

- Los restricted securities se deben haber mantenido por un periodo de 6 meses si el emisor es una entidad sujeta a requerimientos de reporte ante la SEC (a las que se refiere el Securities Exchange Act) o 1 año si es otro tipo de entidad.
- Se requiere que exista información pública del emisor, ya sea porque es una entidad que reporta a la SEC o porque se encuentran disponibles datos de su negocio y estados financieros, entre otros.
- Si el tenedor del valor es un ejecutivo o controlador del emisor, él no puede enajenar más del 1% del total de acciones en circulación en un periodo de tres meses.<sup>12</sup>
- Debe remitirse a la SEC una notificación de la operación (Form 144).

También cabe mencionar que la Rule 144-A autoriza la venta de restricted securities a los Qualified Institutional Buyers ("QIB"). Los QIBs corresponden a entidades que poseen o invierten al menos \$100 millones de dólares en valores de emisores no relacionados a la entidad.

Cabe tener presente que, además de la *Regulation D*, se cuenta con las siguientes excepciones:

- i. Regulación de *Crowdfunding*, en cuyo caso la oferta debe estar circunscrita a una plataforma online de un intermediario o un *Funding Portal* registrado en la SEC, el levantamiento de capital debe limitarse a un máximo de 1,07 millones de dólares en un período de 12 meses, sin límite de inversionistas y está sujeta a la divulgación de información que facilite la oferta de los valores; y
- ii. La *Regulation A*, es una excepción de registro para ofertas públicas. Considera un nivel 1 para ofertas hasta un monto de 20 millones de USD, y nivel 2 para ofertas hasta 50 millones de USD, ambas en un periodo de 12 meses. En ambos casos quedan sujetos a la entrega ante la SEC de un *Offering Statement* (Form 1-A) y Exit Report (Form 1-Z),

<sup>10</sup> También de "control securities", los cuales corresponden a valores tenidos por un ejecutivo o controlador del emisor.

<sup>11</sup> Cabe señalar que estas condiciones autorizan la venta de los restricted y control securities, más no la oferta de los mismos. Para esos efectos se requiere, además, la intervención de un "transfer agent" y el consentimiento del emisor para eliminar la restricción (restriction legend).

<sup>12</sup> Porcentaje que se condiciona a que los valores no estén listados en una Bolsa, si lo estuvieran se aplica como restricción el mayor valor entre el 1% de las acciones en circulación o el promedio del volumen de transacciones de las últimas 4 semanas.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO RES-4541-20-93331-J Oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

además de reportes anuales y semestrales en el caso del nivel 2. Los valores adquiridos en virtud de esta excepción también quedan sometidos a un límite de negociación secundaria de 30% durante el primer año, es decir, 6 millones USD para el nivel 1 y 15 millones USD para el nivel 2.

Los emisores que se pueden acoger a la excepción son aquellos constituidos en Estados Unidos o Canadá; que no correspondan a entidades en etapa de desarrollo que no cuenten con un plan de negocios o que dicho plan contemple la fusión o adquisición de una compañía no identificada; ni que corresponda a compañías de inversión registradas bajo el Investment Company Act de 1940; que además haya proporcionado a la SEC todos los reportes que esa entidad ha requerido de acuerdo a la Regla 257, durante los dos años anteriores al ingreso de la oferta, entre otros requisitos.

### Propuesta de modificación a las excepciones

Es importante tener en cuenta la propuesta divulgada el 4 de marzo de 2020 por la SEC, según la cual se modificarían varias de las excepciones (en consulta por un periodo de 60 días). De acuerdo con el comunicado, el objetivo es armonizar, simplificar y mejorar el marco de excepciones para promover la formación de capital y proveer al mercado más oportunidades de inversión, protegiendo siempre a los inversionistas.

Las principales modificaciones propuestas son las siguientes:

<i>Rule 504</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumentar oferta máxima de 5 millones a 10 millones USD.</li> </ul>
<i>Regulation Crowdfunding</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumentar oferta máxima de 1,07 millones a 5 millones USD.</li> <li>• Modificar límites de inversión.</li> </ul>
<i>Regulation A</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nivel 2 aumentaría oferta máxima de 50 a 75 millones USD.</li> <li>• Nivel 2 aumentaría oferta secundaria máxima de 15 a 22,5 millones USD.</li> </ul>

## B. Unión Europea

La Regulación de Prospecto de la Unión Europea, Regulation (EU) 2017/1129, que reemplaza a la antigua Directiva de Prospecto, señala que la oferta pública de valores sólo puede realizarse tras la previa publicación de un prospecto o folleto informativo (*prospectus*), sin desmedro de otros requerimientos que pudiere imponer la autoridad competente de un Estado Miembro. Ahora bien, de acuerdo al número 3 del artículo 1, serán exceptuadas de la obligación de elaborar ese prospecto, las siguientes ofertas de valores:

- Ofertas públicas de valores cuyo importe total en la Unión Europea sea inferior a 1 millón EUR (1,10 millones USD), calculados en un periodo de 12 meses.
- Ofertas dirigidas exclusivamente a inversionistas calificados. Ese tipo de inversionistas está definido en el artículo 2 de la misma regulación y corresponde esencialmente a entidades financieras, grandes empresas y gobiernos nacionales y regionales.
- Ofertas de valores dirigidas a menos de 150 personas naturales o jurídicas, distintos a inversionistas calificados.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO RES-4541-20-93331-J Oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

- d) Ofertas de valores dirigidas a inversionistas que adquieran valores por un importe total de al menos 100 mil EUR (110 mil USD).
- e) Ofertas de acciones emitidas para sustituir acciones de la misma clase ya emitidas, si la emisión de tales nuevas acciones no supone ningún aumento del capital.
- f) Valores ofertados debido a una adquisición de acciones, siempre que el documento de adquisición se encuentre disponible.
- g) Valores ofertados debido a una fusión o división, siempre que el documento que describa la transacción y el impacto en el emisor se encuentre disponible.
- h) Los valores emitidos para el pago de dividendos, siempre que el documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos y detalles de la oferta, se encuentre disponible.
- i) Los valores emitidos para compensar a los directores o empleados actuales o anteriores de la empresa o de una empresa vinculada, siempre que el documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos y detalles de la oferta, se encuentre disponible.

## B.1 España

La Ley de Mercado de Valores española, Real Decreto 4/2015, establece en su artículo 34 la obligación de registrar y publicar un folleto informativo aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") para realizar una oferta pública de venta o suscripción de valores. El número 2 del artículo 35 establece las excepciones a la exigencia del folleto, consistentemente con las Regulation (EU) 2017/1129, de tal forma que las ofertas de valores a las que se refiere ese numeral no se consideran oferta pública.

### a) Ofertas de valores dirigida exclusivamente a inversionistas calificados.

Si la oferta está dirigida exclusivamente a inversionistas calificados queda exenta de la exigencia de folleto.

El artículo 39 del Real Decreto 1310/2005 define quienes serán considerados como inversionistas calificados. Estos corresponden a: i) los denominados clientes profesionales, esto es, aquellos de los que se presume que cuentan con la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos, a los que se refieren los artículos 205 y 206 de la Ley de Mercado de Valores; ii) las contrapartes elegibles, esto es, empresas de servicios y actividades de inversión, las entidades de crédito, las entidades aseguradoras y reaseguradoras, las instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, las entidades de capital-riesgo, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación europea, gobiernos nacionales y sus servicios, entre otros mencionados en el artículo 207 de la Ley de Mercado de Valores; y *"las pequeñas y medianas empresas que tengan su domicilio social en el*



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO 4541-20-93331-J Oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

*Estado español y que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversionista calificado”.*

## **b) Ofertas de valores dirigidas al público en general.**

Estas ofertas deben realizarse a través de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión. Quedan exentas del registro y publicación del folleto:

- Una oferta de valores dirigida a menos de 150 personas físicas o jurídicas por un Estado miembro, sin incluir los inversionistas calificados.
- Una oferta de valores dirigida a inversionistas que adquieran valores por un importe mínimo de 100 mil EUR (110 mil USD) por inversionista, para cada oferta separada.
- Una oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea, al menos, 100 mil EUR (110 mil USD).
- Una oferta de valores por un importe total en la Unión Europea inferior a 5 millones EUR (5,5 millones USD), lo que se calcula en un período de 12 meses.

En cuanto a la publicidad, el número 4 del artículo 28 del Real Decreto 1310/2005, establece que cuando no se exija folleto *“cualquier información relevante proporcionada por un emisor o por un oferente y dirigida a inversionistas calificados o a categorías especiales de inversionistas, incluyendo la información divulgada en el contexto de reuniones relativas a ofertas de valores, deberá difundirse a todos los inversionistas calificados o categorías especiales de inversionistas a quienes la oferta vaya dirigida.”*

En materia de Crowdfunding, la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial, permite a un emisor comunicarse con un número ilimitado de inversionistas, siempre que esa comunicación sea a través de una plataforma de financiación participativa. No obstante, sólo pueden participar de esas plataformas los inversionistas acreditados; o aquellos no acreditados siempre que no puedan invertir más de 3 mil EUR (3,3 mil USD) en el mismo proyecto, ni más de 10 mil EUR (11 mil USD) en un periodo de 12 meses en proyectos publicados por una misma plataforma de financiación participativa.

## **C. Colombia**

De acuerdo con el artículo 5.2.1.1.1 del libro 2 de la Parte 5 del Decreto N° 2.555 de 2010 (el Decreto), para hacer oferta pública de valores, tanto los valores como sus emisores deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores (“RNEV”) que lleva la Superintendencia Financiera de Colombia (“SFC”). A su vez, el artículo 6.1.1.1.1 del libro 1 de la Parte 6 del Decreto, define la oferta pública indicando que *“se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.”*

El mismo artículo señala que no se consideran ofertas públicas:



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO *RES-4541-20-93331-J* Oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

1. La de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.
2. La de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.
3. La que realice una sociedad colombiana cuyas acciones no se encuentren inscritas en el RNVE y sea ofrecida a aquellos sujetos con los que tiene contrato de trabajo vigente y/o a los miembros de su Directorio. Esta oferta deberá hacer parte de un programa de compensación o de beneficios, y para el caso de los empleados, adicionalmente, deberá constar por escrito en el respectivo contrato de trabajo. Se podrán incluir también las ofrecidas por parte de uno de los vinculados a la sociedad empleadora, siempre que dicho vinculado se encuentre domiciliado en Colombia.

El artículo además señala que las ofertas que a la vez tengan por destinatarios a las personas indicadas en el numeral 1 y a cien o más personas determinadas serán públicas. Así también, cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de pre mercadeo realizada entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas, la respectiva oferta tendrá el carácter de pública y en tal sentido, su realización sólo podrá efectuarse con observancia de las normas definidas en el decreto.

## D. México

El artículo 7 de la Ley de Mercado de Valores ("LMVM") establece que, para ser objeto de oferta pública, los valores y sus emisores deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores que lleva la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ("RNV" y "CNBV", respectivamente). Existe un régimen específico para la oferta privada de valores no inscritos en el RNV consignado en el artículo 8 de la LMVM, cumpliendo con alguno de los siguientes requisitos:

1. Se realice exclusivamente a inversionistas institucionales o calificados.

El artículo 2 de la LMV faculta a la CNBV para determinar los criterios que definen a un inversionista calificado, para lo que debe considerar sus ingresos, activos o características cualitativas. La CNBV adoptó los siguientes criterios: personas que tienen inversiones cuyo valor sea igual o superior a 1,5 millones de Unidades de Inversión (437 mil USD), o que tengan un ingreso bruto anual igual o superior a 500 mil Unidades de Inversión (146 mil USD).

2. Se ofrezcan valores representativos del capital social de personas morales, o sus equivalentes, a menos de 100 personas, con independencia de que sean de una o más clases o series.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO RES-4541-20-93331-1 Oferta privada y oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

3. Se realice al amparo de planes o programas aplicables en forma general a empleados o grupos de empleados de la sociedad que emita los valores o personas morales que ésta controle o que la controlen.
4. Se efectúe a accionistas o socios de personas morales que realicen su objeto social exclusiva o preponderantemente con éstos.

El mismo artículo faculta a la CNBV para autorizar la realización de ofertas privadas distintas de las señaladas, para lo cual debe tomar en cuenta los medios de difusión que se utilicen, el número y tipo de inversionistas a los que pretenda dirigirse la oferta, la distribución de los valores, los términos y las condiciones que se pretendan estipular, no obstante, no se identificó iniciativas normativas provenientes de dicha atribución.

Además, de acuerdo con los artículos 260 y 261 de la LMVM, la oferta privada de acciones no inscritas en el RNV realizada a través de sistemas de información centralizada, no requiere de una autorización ni está sujeta a supervisión, salvo que esté involucrada una entidad financiera, pero deben participar exclusivamente inversionistas institucionales y calificados. Ahora bien, los términos y condiciones de esas ofertas deben ser notificados a la CNBV en un plazo de 10 días, para su tratamiento estadístico.

## E. Perú

Conforme con los artículos 49 y 66 de la Ley de Mercado de Valores ("LMVP"), los valores respecto de los cuales se realice oferta pública deben ser inscritos en un Registro Público del Mercado de Valores ("RPMV") que mantiene la Superintendencia del Mercado de Valores ("SMV") y existe la obligación de presentar un prospecto.

El artículo 4 de la LMVP define oferta pública de valores mobiliarios como "la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios". Mientras que el artículo 5 de la misma ley, establece que la oferta privada corresponde a todas aquellas que no son públicas y, en particular, las siguientes:

- a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales.

De acuerdo con el artículo 8 de la LMV y el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, esos inversionistas corresponden a los bancos, financieras y compañías de seguro, intermediarios, administradoras privadas de fondos de pensiones, sociedades administradoras de fondos de inversión, sociedades administradoras de fondos mutuos, y entidades del exterior que desarrollen actividades similares.

Adicionalmente, los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el RPMV.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO RES-4541-20-93331-J Oferta privada y oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

- b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a 250 mil PEN (73 mil USD).

Los valores no pueden ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.

- c) Aquellas que establezca la SMV.

En relación con esta atribución, el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios en su artículo 6, señala que, cuando la oferta está dirigida a un segmento conformado por menos de 100 personas, es una oferta privada.

Por su parte, el artículo 55 de la LMV autoriza a la SMV para exceptuar en todo o en parte del cumplimiento de los requisitos para la inscripción de valores, para lo que debe atender a la naturaleza del emisor, los valores a emitirse, la cuantía de la emisión, el número de inversionistas a los que va dirigida, u otras características especiales que estime justificadas.

En este último sentido, la regulación peruana estableció segmentos especiales de mercado en los que se exime de ciertos requisitos a las ofertas públicas dirigidas a inversionistas institucionales y aquellas ofertas públicas realizadas por empresas de menor tamaño. Un ejemplo de esto es el Mercado Alternativo de Valores reglamentado por la Resolución de la SMV N°00025-2012, en el que empresas de menor tamaño<sup>13</sup> pueden financiar proyectos emitiendo valores exceptuados de ciertos requisitos de información, en particular, no se exige clasificaciones de riesgo para emisiones de corto plazo, sólo deben presentar una clasificación de riesgo para instrumentos de deuda, la memoria anual requerida es únicamente la del último ejercicio, y se reduce el plazo máximo del trámite de inscripción en el RPMV a 15 días, entre otras.

## F. Singapur

En esta jurisdicción la Securities and Futures Act ("SFA") exige que los emisores de valores inscriban un prospecto y una hoja resumen del mismo (*highlight sheet*) en la Monetary Authority of Singapur ("MAS"). La SFA en su Part XIII (Offers of Investments) en su Division 1 (Securities and Securities-based Derivatives Contracts), Subdivision 4 (Exemptions), establece excepciones a dicho requerimiento y, en algunos casos, incluye deberes de información para los emisores que se acojan a alguna de esas excepciones.

Entre esas excepciones destacan:

1. Ofertas pequeñas (section 272A)

Aquellas en que el emisor no ha recaudado más de 5 millones SGD (3,6 millones USD) en los últimos 12 meses.

En este caso el emisor debe informar a los inversionistas que la oferta no incluye el prospecto porque se realiza acogándose a esta excepción, y si el *Business Trust* está

---

<sup>13</sup> Aquellas con ingresos promedios anuales inferiores a 350 millones PEN (100 millones USD) y que no tengan o hayan tenido valores inscritos en el RPMV.



registrado en la MAS. Además, debe notificarle que los valores no pueden ser enajenados, salvo que se cumpla con alguna de las condiciones establecidas en la ley, por ejemplo, que hayan transcurrido seis meses desde la adquisición de los mismos.

## 2. Colocaciones privadas (section 272B)

Aquellas que i) no ha sido ofrecida a más de 50 personas en los últimos 12 meses; ii) ninguna de las ofertas ha sido publicitada a los inversionistas o potenciales inversionistas; iii) no se ha pagado por vender o promocionar la oferta; y iv) ninguna de las ofertas ha estado registrada en la MAS.

## 3. Ofertas dirigidas a inversionistas acreditados<sup>14</sup> o institucionales (section 274)

Sin límite de inversionistas ni de montos.

## 4. Valor unitario de la oferta no inferior a 200 mil SGD, equivalente a 145 mil USD (section 275-1A).

En este caso, además del valor unitario superior a 200 mil SGD, se debe cumplir con que la oferta no sea publicitada, no incluya pagos por promoción de los valores, ni se haya registrado un prospecto con anterioridad (que haya expirado su validez, por ejemplo).

# 6. MARCO REGULATORIO VIGENTE

## A. Fuente Legal del Proyecto Normativo

El inciso segundo del artículo 4º de la Ley del Mercado de Valores, establece que la Comisión "podrá establecer que determinados tipos de ofertas de valores no constituyen ofertas públicas, en consideración al número y tipo de inversionistas a los cuales se dirigen, los medios a través de los cuales se comunican o materializan y el monto de los valores ofrecidos.". En el marco de esta facultad es que se emitió la NCG N°336 de 2012.

A su vez, el inciso tercero del referido artículo 4º señala que la Comisión "podrá eximir ciertas ofertas públicas del cumplimiento de alguno de los requisitos de la presente ley, mediante normas de carácter general.", siendo dicha norma la NCG N°345 de 2013.

Es en el marco de esas facultades contempladas en el artículo 4º, que se desarrolla la presente propuesta normativa.

---

<sup>14</sup> Entre otras, personas con ingresos superiores a 300 mil SGD (210 mil USD) o patrimonio neto mayor a 2 millones SGD (1,4 millones USD)



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO RES-4541-20-93331-I Oferta privada y oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF



pública mientras los valores no estén inscritos en la Comisión.

Además, la norma señala que es obligación de quienes ofrezcan los valores, el verificar la identidad y calidad de Inversionista Calificado de las personas que participan en la oferta.

Finalmente, la norma requiere que la oferta no sea realizada mediante medios masivos de difusión. Para ello define que, son medios masivos de difusión, la prensa, radio, televisión e Internet, entre otros de similar naturaleza o alcance, cuando dichos medios sean de acceso público en o desde Chile, sin importar el lugar donde sean producidos o desde donde sean emitidos. No tienen ese carácter: (i) Las cartas, correos electrónicos y otras comunicaciones, físicas o electrónicas, que estén dirigidas exclusivamente a una persona determinada y debidamente individualizada en la misma comunicación y (ii) Los llamados telefónicos, reuniones, entrevistas personales y sistemas electrónicos de acceso restringido.

### **B.1.2 Norma de Carácter General N°345 de 2013**

La NCG N°345 exime del requisito de inscripción del emisor y de los valores que este emite, a determinadas ofertas públicas de valores. Estas ofertas corresponden a las siguientes:

1. Ofertas representativas del capital social (acciones, fondos) en que los instrumentos representen a lo menos el 10% del capital del emisor y, la inversión mínima por parte de cada inversionista sea de un 2% o más del capital del emisor.
2. Ofertas representativas del capital de una entidad, sus filiales y coligadas, nacional o extranjera, u ofertas de contratos de opciones a la compra o venta, en que la oferta se dirija a trabajadores de la entidad.
3. Ofertas referidas a instrumentos representativos del capital de una entidad, de sus filiales o de las coligadas de aquélla o de sus filiales, así como también de los contratos de opciones a la compra y venta de tales instrumentos, cuya propiedad es, entre otros, requisito para el uso o goce de las instalaciones o infraestructura de la respectiva entidad cuyo giro o finalidad se relaciona exclusivamente con actividades de beneficencia, educacionales o deportivas, y tal oferta tiene por objeto permitir a quienes participarán de la misma acceder a esos beneficios.

Al igual que en la NCG N°336, se exige que quien realice la oferta deba incorporar, de forma destacada, en toda comunicación y/o material físico o electrónico que emplee para ofrecer los valores a los potenciales inversionistas i) la fecha de inicio de la oferta y el hecho que ésta se acoge a la NCG N°345; ii) que los valores ofrecidos no están inscritos ni fiscalizados por la Comisión, iii) que no existe obligación para que el emisor de los valores divulgue información al mercado, y iv) que no se podrá hacer oferta pública mientras los valores no estén inscritos en la Comisión.

La normativa exige, además, que se debe proporcionar información de la oferta a la Comisión, a lo menos 5 días antes de que ésta se realice. El oferente debe informar y proporcionar al regulador lo siguiente:

1. Identificación del Oferente
2. Identificación del Emisor del Valor



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO 4541-20-93331-J Oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

3. Tipo de oferta a realizar
4. Monto total que se pretende colocar y porcentaje del capital del emisor.
5. Declaración de veracidad de la información y cumplimiento normativo.

## 7. PROPUESTA NORMATIVA

En primer lugar, es importante destacar que, en línea con lo observado en las distintas jurisdicciones analizadas, en materia de ofertas privadas, la Ley N°18.045 y las NCG N°336 y N°345, emplearon las mismas variables que se usan a nivel internacional para delimitar ese tipo de ofertas. Esto es, el tipo y número de inversionistas, el medio utilizado y el monto de la oferta.

No obstante, a diferencia de la normativa local, a nivel internacional se observa que, en el caso que una oferta de valores se dirija exclusivamente a inversionistas sofisticados (calificados e institucionales), no se establecen restricciones en cuanto al número de inversionistas ni en el monto ofrecido. Sin embargo, si existen restricciones en cuanto al número de inversionistas no sofisticados, tal como se muestra en la siguiente tabla:

<b>Restricciones a la participación de inversionistas retail</b>	
<b>Jurisdicción</b>	<b>Nº de personas máximo</b>
Colombia	99
México	99
Perú	99
Estados Unidos	35
Singapur	50
España	149

Por su parte, respecto de límites por montos, se observan dos tipos de condiciones: i) valor unitario de la oferta; y ii) valor total de la oferta dentro de un período máximo de tiempo (típicamente un plazo de 12 meses). En términos generales, los parámetros considerados son:

<b>Restricciones al monto total de la oferta y a la inversión unitaria mínima</b> (aproximado en miles de USD)		
<b>Jurisdicción</b>	<b>Monto unitario</b>	<b>Monto total oferta</b>
Colombia	-	-
México	-	-
Perú	≥73	-
Estados Unidos <sup>16</sup>	-	≤5.000
Singapur	≥145	≤3.600
España <sup>17</sup>	≥110	<5.500

<sup>16</sup> El regulador norteamericano, SEC, divulgó en marzo de 2020, una propuesta que aumentaría los umbrales establecidos para determinar si una oferta de valores puede acogerse a alguna de las excepciones. En particular, la propuesta contempla un aumento del monto de la oferta de 5 a 10 millones USD para un periodo de 12 meses.

<sup>17</sup> En el ámbito del Crowdfunding, en España es posible que los inversionistas no acreditados participen en las plataformas siempre que no inviertan más de 3 mil EUR (3,3 mil USD) en un mismo proyecto, ni más de 10 mil EUR (11 mil USD) en un periodo de 12 meses en proyectos publicados por la misma plataforma de financiación participativa.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO **RES-4541-20-93331-J** Oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

De ello es posible concluir que, en general en materia de ofertas privadas, no existirían diferencias significativas entre la regulación local y las prácticas internacionales, sin perjuicio que en materia de ofertas públicas exceptuadas pareciera que a nivel internacional existen más mecanismos que contribuirían a facilitar el financiamiento de empresas de menor tamaño. Esto, al contemplar regímenes especiales de excepción para financiar proyectos de bajo monto a diferencia de la normativa local.

Lo anterior, en línea con el diagnóstico efectuado por esta Comisión, en que se observó que quienes quieren obtener financiamiento para ese tipo de proyectos se estarían viendo obligados a acogerse a las reglas de oferta privada (NCG 336) cuando pareciera ser más idóneo hacerlo mediante oferta pública de valores exceptuadas (NCG 345)<sup>18</sup>.

A este respecto es importante tener presente que, desde su origen<sup>19</sup> en materia de ofertas públicas exceptuadas, el sentido de la facultad conferida por el artículo 4° de la ley N°18.045 a la Comisión ha sido que ésta pueda eximir a ciertas ofertas que, por su naturaleza, características o monto, entre otras, haga innecesario o inútil<sup>20</sup> su registro.

Es decir, tanto el Ejecutivo como el Legislativo al momento de regular el mercado de valores, reconocieron que no en toda oferta pública de valores está necesariamente comprometida la fe pública y que existen ciertos tipos de ofertas públicas para las que carece de sentido someter a su emisor a las obligaciones de registro e información establecidas por la ley.

Este pareciera ser el caso de financiamientos por montos poco significativos, o de empresas de menor tamaño, o en que el número de inversionistas que pueden concurrir con sus recursos al financiamiento del proyecto, es de un número reducido, independiente de si en la oferta participaron un número elevado de personas<sup>21</sup>.

Esto, puesto que al verse potencialmente afectados un número acotado de inversionistas no estaría comprometida la fe pública y que, para los proyectos de menor tamaño, las disposiciones de la ley N°18.045 podrían resultar excesivamente gravosas lo que se traducirá en la imposibilidad para esos proyectos (o empresas de menor tamaño) de obtener financiamiento mediante títulos valores.

Por tal motivo, uno de los principales cambios que se propone a la normativa vigente, consiste en eximir de la obligación de inscripción a las ofertas públicas de proyectos de menor tamaño (hasta 10.000 UF) y a aquellas en que los valores sólo podrán ser adquiridos por inversionistas calificados.

Además de esa propuesta, se sugiere una solución alternativa a la verificación de la condición de calificado de los inversionistas por parte del oferente, a objeto de simplificar las ofertas privadas. Para lo cual se propone reemplazar esa exigencia por una declaración de parte del

---

<sup>18</sup> Por cuanto en las ofertas públicas exceptuadas se pueden emplear medios masivos de difusión, permitiendo ofrecer los valores a un mayor número de potenciales inversionistas.

<sup>19</sup> Ver informe técnico con motivo de la tramitación de la ley N°18.045

<sup>20</sup> El Ejecutivo, en su informe técnico, emplea el adjetivo calificativo "ocioso".

<sup>21</sup> Para que exista diferencia entre la finalidad de lo establecido en el inciso segundo y el inciso tercero del artículo 4° de la ley N°18.045, esto es, entre la oferta no-pública y la oferta pública exceptuada.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO RES-4541-20-93331-J Oferta privada y oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

inversionista en que señale si es o no Calificado y que ha tomado conocimiento del hecho que el valor que está adquiriendo no está inscrito en los registros mantenidos por la Comisión.

A continuación, se muestran de manera resumida y comparada los cambios propuestos:

Normativa Vigente		Propuesta Normativa
<b>Norma de Carácter General N°336</b>	Verificar la identidad y calidad de Inversionista Calificado	Obtener declaración del adquirente de los valores respecto al tipo de inversionista que es y del hecho que está consciente que los valores no están inscritos
<b>Norma de Carácter General N°345</b>		Se exceptúan las ofertas en que el monto a financiar en 12 meses no supere las 10.000UF
		Se exceptúan las ofertas en que los valores sólo pueden ser adquiridos por Inversionistas Calificados

## A. Contenido de la Propuesta

Texto Propuesto: "

### NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°

Esta Comisión, en uso de las facultades que le confieren el numeral 1 del artículo 5, el numeral 3 del artículo 20, ambos del Decreto Ley N°3.538; el artículo 4 de la Ley N°18.045; y lo acordado por el Consejo de la Comisión en Sesión **[Ordinaria/Extraordinaria]** N°**[X]** de **[fecha]**, ha estimado impartir las siguientes instrucciones:

#### I. OFERTAS PÚBLICAS EXCEPTUADAS

En virtud de lo establecido en el inciso tercero del artículo 4° de la Ley N°18.045, quedarán exceptuadas del requisito de inscripción del emisor o valor, según corresponda, las siguientes ofertas públicas:

1. Aquellas cuyos valores sólo podrán ser adquiridos por inversionistas calificados.
2. Aquellas en que el monto total a ser captado por el emisor en los doce meses siguientes a la primera oferta, no supere el equivalente a 10.000 unidades de fomento.
3. Aquellas que establecen como requisito para perfeccionar cada operación, que el inversionista adquiera al menos el 2% del capital del emisor de los valores.
4. Aquellas cuya finalidad es compensar a los trabajadores del emisor de los valores, o de su matriz, filiales o coligadas, independiente que la oferta verse sobre participaciones de un vehículo de inversión colectiva cuya principal inversión son instrumentos representativos del capital de aquéllos.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO **RES-4541-20-93331-I** Oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF

5. Aquellas que versan sobre valores que conferirán a sus adquirentes el derecho a membresía, uso o goce de las instalaciones o infraestructura de establecimientos educacionales, deportivos o recreacionales.

## II. MODIFICACIONES A LA NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°336

Reemplázase el literal a) de la sección IV de la N.C.G. N°336 de 2012, por el siguiente:

“Obtener la declaración de quien adquiera los valores ofrecidos respecto a qué tipo de inversionista es, esto es, calificado del 1) al 6) de la sección II de la N.C.G. N°216 de 2008, del 7) u 8) de esa normativa, o no tiene la calidad de Inversionista Calificado; y al hecho que ha tomado conocimiento que los valores que serán adquiridos no están inscritos en los registros que mantiene la Comisión para el Mercado Financiero y, por tanto, que no podrán ser objeto de oferta pública en Chile ni estarán sometidos a la fiscalización y obligaciones de información establecidos por aquélla.”

## III. OBLIGACIONES DE INFORMACION

Quienes realicen las ofertas a las que se refiere la sección I anterior, deberá indicar, en toda comunicación y material físico o electrónico que se emplee para ofrecer los valores, que la oferta trata sobre valores no inscritos en los Registros que lleva la Comisión para el Mercado Financiero de Chile y que, por tanto, su emisor no está sometido a la fiscalización de ésta ni podrá hacerse oferta pública en Chile de esos valores.

Corresponderá al oferente, ante acciones de fiscalización efectuadas por esta Comisión, acreditar el cumplimiento de esta obligación y, para efectos de acreditar la circunstancia a que se refiere el numeral 1 de la Sección I anterior, contar con la correspondiente declaración de quien adquirió los valores respecto al hecho que cumple con las condiciones para ser considerado inversionista calificado de la N.C.G. N°216 de 2008.

## IV. DEROGACIÓN

Derógase la Norma de Carácter General N°345 de 2013.

## V. VIGENCIA

Las instrucciones establecidas en la presente Norma de Carácter General rigen a contar de esta fecha.”

## 8. ANÁLISIS DE IMPACTO

La principal modificación que contempla la propuesta normativa consiste en la incorporación de dos nuevos tipos de ofertas que serán exceptuadas de inscripción y un cambio en el mecanismo de verificación de la calificación del inversionista traspasando la responsabilidad de esa gestión desde el oferente/intermediario al propio inversor.

Uno de los principales riesgos en el ejercicio de la facultad conferida por el artículo 4° de la Ley N°18.045, es que se permiten ofertas en que el inversionista no contará con información esencial del emisor o valor, y que, si ésta se entregare a aquél, esa información no estará sujeta al control de la Comisión a objeto que sea veraz y provista de manera oportuna y suficiente.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO RES-4541-20-93331-I Oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF



## 9. CONTRIBUCIONES AL PROCESO CONSULTIVO

Sin perjuicio de los demás elementos, sugerencias u observaciones que los distintos actores o usuarios del mercado financiero pudieren manifestar en el proceso consultivo a que se somete la presente propuesta, se espera conocer de los emisores de valores, estudios y asesores jurídicos de esos emisores, colocadores e intermediarios de valores, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y otros inversionistas, lo siguiente:

- a) Qué riesgos, costos y beneficios se observan en cuanto a que esta Comisión modifique las disposiciones normativas para permitir que un mayor número de ofertas de valores puedan quedar exentas de registro y reemplace el rol del oferente/intermediario en la verificación de la calificación del inversionista al que se dirige la oferta por una declaración del inversor.
- b) Si los límites y condiciones establecidas en la propuesta son razonables y proporcionales para el objetivo perseguido, cual es facilitar el financiamiento de las empresas sin comprometer la fe pública, correcto funcionamiento y estabilidad financiera del mercado.
- c) Si existen otros tipos de ofertas que, a la luz de los antecedentes que se acompañen, resulta razonable se incluyan en la futura normativa. En particular, si resulta pertinente reemplazar la exigencia contenida en el último párrafo de la Sección I de la N.C.G. N°336, en cuanto a que el valor unitario del instrumento ofrecido deba ser superior al equivalente a 5.000 UF.
- d) Si en la propuesta normativa subsisten disposiciones que podrían resultar excesivamente gravosas para la finalidad perseguida con la normativa.



Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>

FOLIO 1541-20-93331-1 Oferta privada y oferta pública de valores con excepción, 2020 / CMF



[www.cmfchile.cl](http://www.cmfchile.cl)  
*Para validar ir a <http://www.svs.cl/institucional/validar/validar.php>*  
*FOLIO: RES-4541-20-93331-J*