



COMISIÓN
PARA EL MERCADO
FINANCIERO

INFORME NORMATIVO

OFERTA PRIVADA Y OFERTA PÚBLICA DE VALORES CON EXCEPCIÓN

Febrero 2021
www.CMFChile.cl



Informe Final

**Oferta Privada y
Oferta Pública de
Valores con
Excepción**

Febrero 2021

CONTENIDO

I.	Introducción	4
II.	Objetivo	4
III.	Diagnóstico	5
IV.	Estudios, Principios y Recomendaciones Internacionales	5
V.	Jurisdicciones Extranjeras	6
	A. Estados Unidos	7
	B. Unión Europea.....	12
	B.1 España.....	13
	C. Colombia	15
	D. México	16
	E. Perú	17
	F. Singapur	18
VI.	Marco Regulatorio Vigente	19
	A. Fuente Legal del Proyecto Normativo	19
	B. Normativa Vigente	19
VII.	Propuesta Normativa Sometida a Consulta Pública	21
VIII.	Proceso de Consulta Pública	22
IX.	Normativa Final	24
	A. Texto definitivo	25
X.	Análisis de Impacto Regulatorio	28
XI.	Anexo A	30

I. 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 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.

II. Objetivo

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.

III. 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 tipo de proyectos obtener financiamiento sin tener que someterse a la fiscalización de la Comisión y cumplimiento de las disposiciones de la Ley N°18.045.¹

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.

IV. Estudios, Principios y Recomendaciones Internacionales

En general, los principios para la regulación del mercado de valores de la International Organization of Securities Commissions ("IOSCO")², se enfocan en la oferta pública de valores, sin que existan recomendaciones respecto a qué condiciones debieran cumplirse para entender las ofertas como "públicas"³.

En cuanto a la oferta privada, IOSCO señala en su publicación *SME Financing Through Capital Markets*⁴, 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.

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

² IOSCO (2017) Objectives and Principles of Securities Regulation.

³ Sin perjuicio que IOSCO reconoce que existen distintos criterios en las jurisdicciones para esa definición. Al respecto, ver IOSCO (2017) "Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, E. Principles Relating to Issuers, 2 Scope".

⁴ IOSCO (2015). *SME Financing Through Capital Markets*.

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

En esa misma línea, el estudio, *Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU*,⁶ elaborado para apoyar la implementación del Plan de Acción de la iniciativa *Capital Market Union*, destaca los beneficios de la colocación privada para distintos participantes de los mercados (inversionistas y emisores), como una fuente adicional de financiamiento que permite a las empresas diversificar, elegir la estructura más conveniente en términos de vencimiento, tamaño mínimo de emisión, requisitos de calificación y otros. Además, al ser una fuente de financiamiento adicional, puede reducir la dependencia del financiamiento bancario, apoyando el objetivo de resiliencia instaurado luego de la crisis financiera.

V. Jurisdicciones Extranjeras

De las jurisdicciones analizadas se observa que, en el caso que una oferta de valores privada o exenta de registro se dirija exclusivamente a inversionistas que no son retail, en general, no se establecen restricciones en su número, ni en el monto involucrado. Sin embargo, al considerar inversionistas retail, si existen restricciones. A modo indicativo los parámetros considerados son:

Restricciones a la participación de inversionistas retail en ofertas privadas o exentas de registro	
Jurisdicción	Nº de personas máximo
Colombia	99
México	99
Perú	99
Estados Unidos	35
Singapur	50
España	149

⁵ EU (2015) *Green Paper. Building a Capital Markets Union*.

⁶ Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. 2017. European Union, Boston Consulting Group.

Respecto de límites por montos, se observan dos tipos de condiciones: i) valor unitario de la oferta mínimo, es decir, que tratándose de instrumentos cuyo valor unitario sea igual o mayor al límite, se aplica la excepción; y ii) valor agregado de la oferta máximo (típicamente en un plazo de 12 meses), esto es, que para colocaciones que en su totalidad sean iguales o menores que el límite, se aplica la excepción. En términos resumidos, los parámetros considerados son:

Restricciones de monto agregado o unitario de la oferta (valores considerados en la revisión de jurisdicciones, aproximado en miles de USD)		
Jurisdicción	Monto unitario	Monto agregado
Colombia	-	-
México	-	-
Perú	≥ 73	-
Estados Unidos	-	≤ 10.000
Singapur	≥ 145	≤ 3.600
España	≥ 110	< 5.600

A. Estados Unidos

La Regulation D⁷ establece excepciones a la obligación de registro de las ofertas o ventas de valores ante la Securities and Exchange Commission ("SEC"), de conformidad con la Section 4(a)(2) de la Securities Act of 1933, autorizando Limited Offerings (Rule 504), Private Placement (Rule 506 b) y General Solicitation (Rule 506 c):

1. Excepción para ofertas de hasta 5 millones USD⁸ (Regulation D, Rule 504)

Utilizando esta excepción el emisor no puede recaudar más de 5 millones USD en un plazo de 12 meses. Se prohíbe toda difusión pública de la oferta.

No pueden acogerse a esta excepción los emisores que reportan a la SEC de conformidad con la Securities Exchange Act, las compañías de inversiones, y las entidades que no cuenten con un plan de negocio específico o que han indicado que su plan de negocios contempla la fusión o adquisición con otra compañía(s) no identificada(s); además de compañías que sean descalificadas bajo las disposiciones de la Rule 506(d) *Bad Actor Disqualifications*⁹

La Regla 504 requiere que la compañía notifique a la SEC, por medio del Formulario D, dentro de los 15 días posteriores a la primera venta de valores, de acuerdo con la *Rule 503 Filling of notice of Sales*. Además, la compañía debe cumplir con las leyes y regulaciones estatales de valores en los estados en los que se ofrezcan o vendan esos valores.

⁷ Regulation D - Rules Governing the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933.

⁸ Límite modificado el 2020, según se explica más adelante.

⁹ En caso que el emisor (o personas del emisor) haya experimentado un evento de descalificación, como ser condenado o sancionado por fraude de valores u otras violaciones de leyes específicas.

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 oferta¹⁰. 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.

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

¹⁰ Existen ciertas excepciones en el caso de Rule 506(b) relacionadas principalmente a la aplicación supletoria de regulaciones estatales.

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*¹¹. Las principales condiciones establecidas para acogerse a esa excepción son:¹²

- 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.¹³
- 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), 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.

¹¹ También de "control securities", los cuales corresponden a valores tenidos por un ejecutivo o controlador del emisor.

¹² 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).

¹³ 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.

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

Finalmente, el 2 de noviembre de 2020, la SEC modifico las regulaciones asociadas al marco de ofertas exceptuadas en los siguientes términos:

- Establece en una regla de aplicación amplia, la capacidad de los emisores para pasar de una exención a otra;
- Aumenta los límites de la oferta para la Regulation A, Regulation Crowdfunding y la Regla 504, además de ciertos límites de inversión individual;
- Establece reglas para ciertas comunicaciones de ofertas, permite en ciertos casos actividades de "test-the-waters" y "demo day".¹⁴
- Armoniza ciertos requisitos de divulgación y elegibilidad, y disposiciones de "Bad Actor Disqualification".¹⁵

A continuación, se adjunta un cuadro resumen que muestra las modificaciones relativas al

¹⁴ Tratativas previas a una oferta pública de valores. En particular "Demo Days" corresponde a eventos que pueden ser organizados por universidades, inversionistas ángeles, incubadoras o aceleradoras, en los cuales se invita a emisores a presentar su negocio ante potenciales inversionistas.

¹⁵ Provisiones de "Bad Actor Disqualification" contenidas en Regulation A, Regulation Crowdfunding y Rule 506(d), comprende emisores que por sí mismos o una entidad relacionada, director o ejecutivo principal hubiere sido condenado o estuviere en juicio por acciones relacionadas con la oferta de valores o la entrega de información falsa a la SEC

aumento de los límites de las ofertas bajo excepción.

Tipo de oferta	Límite de la oferta durante 12 meses (USD)	General Solicitation	Requisitos emisor	Requisitos inversionista	Obligaciones de información o divulgación	Restricciones o reventas
Rule 506(b) Regulation D	No	No	Aplica regulación "bad actor"	Sin límite para inversionistas acreditados. Máximo 35 inversionistas no acreditados.	Formulario D	Si, valores restringidos
Rule 506(c) Regulation D	No	Permitida	Aplica regulación "bad actor"	Sin límite para inversionistas acreditados.	Formulario D	Si, valores restringidos
Regulation A Tier 1	\$20 Millones	Permitida; Permitida "testing-the-water" antes y después de la entrega de la declaración de la oferta.	Emisores norteamericanos o canadienses. Hay excepciones (ej, investment companies).	No hay	Formulario 1-A, y dos años de estados financieros. Reporte de salida.	No
Regulation A Tier 2	\$75 Millones		Aplica regulación "bad actor"	Los inversionistas no acreditados están sujetos a límites de inversión basados en el ingreso anual y el patrimonio neto, lo que sea mayor, a menos que los valores se coticen en una bolsa de valores.	Formulario 1-A, y dos años de estados financieros auditados. Reportes anuales, semestrales, actuales y de salida.	No
Rule 504 Regulation D	\$10 Millones	Permitido en circunstancias limitadas	Excluye a las compañías "blank check", ¹⁶ las reportantes del Exchange Act, ¹⁷ y las investment companies. ¹⁸ Aplica regulación "bad actor"	No hay	Formulario D	Si, los valores restringidos, excepto en ciertas circunstancias.

¹⁶ Empresa que no cuenta con un plan o propósito de negocios específico o que informado que su plan es ser parte de una fusión o adquisición. <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/blank-check-company>

¹⁷ Emisores con valores registrados en la SEC. Section 12 Exchange Act.

¹⁸ Investment Company Act of 1940. Compañías (incluyendo fondos mutuos) que se dedican a la inversión, reinversión y transacción de valores.

Tipo de oferta	Límite de la oferta durante 12 meses (USD)	General Solicitation	Requisitos emisor	Requisitos inversionista	Obligaciones de información o divulgación	Restricciones o reventas
Regulation Crowdfunding; Section 4(a)(6)	\$5 Millones	Se permite el "testing the waters" antes del envío del Formulario C. Permitido con límites en la publicidad, después del envío del Formulario C. La oferta debe realizarse en una plataforma de Internet a través de un intermediario registrado.	Excluye a los emisores que no sean norteamericanos, a las compañías "blank check", las reportantes del Exchange Act, y las in-vestment companies. Aplica regulación "bad actor"	Sin límites de inversión para inversionistas acreditados. Los inversionistas no acreditados están sujetos a límites de inversión basados en el ingreso anual y el patrimonio neto, lo que sea mayor.	Formulario C, y dos años de estados financieros que sean certificados, revisados o auditados, según se requiera. Reportes anuales y de progreso.	Límite de 12 meses a la reventa

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:

- a) 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.
- b) 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.
- c) Ofertas de valores dirigidas a menos de 150 personas naturales o jurídicas, distintos a inversionistas calificados.
- 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 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:

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 (personas jurídicas), o sus equivalentes, a menos de 100 personas, con independencia de que sean de una o más clases o series.
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.

- 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 tamaño¹⁹ pueden financiar proyectos

¹⁹ 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.

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 acogiéndose a esta excepción, y si el *Business Trust* está 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 acreditados²⁰ 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

²⁰ 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)

haya registrado un prospecto con anterioridad (que haya expirado su validez, por ejemplo).

VI. 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.

B. Normativa Vigente

B.1.1 Norma de Carácter General N°336 de 2012

La NCG N°336 establece qué tipo de ofertas de valores no constituirán ofertas públicas, y que, como tales, no deben cumplir con las disposiciones contenidas en la Ley N°18.045 y Ley N°18.046, entre otras, según corresponda.

Así, la norma indica que una oferta será privada cuando se cumpla alguna de las siguientes condiciones:

1. Esté dirigida a un máximo de 50 inversionistas.
2. Esté dirigida a Inversionistas Calificados de los números 1 al 6 de la NCG N°216, esto es, inversionistas institucionales²¹; además de bancos, compañías de seguros y reaseguros, administradoras de fondos e intermediarios de valores, constituidos

²¹ Artículo 4 bis señala que inversionistas institucionales son los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro, administradoras de fondos autorizados por ley, y aquellas entidades que defina la Comisión. La NCG N°410 de 2016, señala que son inversionistas institucionales además: los bancos, compañías de seguros y reaseguros extranjeros; los fondos o vehículos de inversión colectiva extranjeros que sean fiscalizados; cierto tipo de fondos privados de la Ley N°20.712; administradoras de cartera que cumplan condiciones señaladas en la norma; entidades gubernamentales o estatales, fondos soberanos; y organismos multilaterales, supranacionales o entidades creadas por varios estados cuyos recursos tengan por destino promover el desarrollo de los mercados de capitales.

en el extranjero; corredores de bolsa y de productos, y agentes de valores actuando por cuenta propia; personas o entidades con inversiones no inferiores a 10.000 UF (aprox. 350 mil USD); y personas o entidades que hayan delegado las decisiones de inversión en un inversionista institucional en virtud de un contrato de administración de cartera.

3. Esté dirigida a no más de 250 Inversionistas Calificados de los números 7 y 8 de la NCG N°216, esto es, personas o entidades que hayan delegado las decisiones de inversión en un inversionista institucional; y personas o entidades que cuenten con inversiones financieras superiores a 2.000 UF (aprox. 70 mil USD), además de contar con experiencia en el mercado financiero o con conocimientos financieros o con alto patrimonio. Dentro de los 250 inversionistas calificados se permite que un máximo de 50 no tenga esa calidad.
4. La oferta verse sobre instrumentos cuyo valor unitario ascienda al menos a 5.000 UF (aprox. 175 mil USD).

A su vez, la norma requiere que la oferta para ser considerada como no pública (privada), deba cumplir con ciertas obligaciones de información y resguardo, esto es, que quién realice la oferta deba incorporar en todo el material que utilice para la oferta, una declaración que señale: i) la fecha de inicio de la oferta y el hecho que ésta se acoge a la NCG N°336, 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.

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
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.

VII. Propuesta Normativa Sometida a Consulta Pública

Entre los días 5 y 30 de octubre de 2020 se puso en consulta una propuesta de modificación a las Normas de Carácter General N°s 336 y 345, disponible en el Anexo A del presente informe.

Uno de los principales cambios que se propuso, consistió 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 sugirió 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 propuso reemplazar esa exigencia por una declaración de parte del 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
Norma de Carácter General N°336	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
Norma de Carácter General N°345		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

VIII. Proceso de Consulta Pública

En el proceso consultivo antes mencionado, se recibieron comentarios de 14 personas y entidades.²² Además, a mediados de noviembre se realizaron 2 mesas consultivas en la que participaron cerca de 30 personas.

La mayoría de quienes comentaron la propuesta señalaron que ésta resultaba oportuna y atingente, habiendo transcurrido un tiempo suficiente desde la dictación de las Normas de Carácter General N°336 de 2012 y N°345 de 2013, y especialmente dadas las nuevas condiciones del mercado.

Además, señalaron que la propuesta sería una opción atractiva y competitiva frente al financiamiento bancario, sobretudo en cuanto a la certeza de la duración del proceso, en particular cuando el emisor se ve enfrentado a la necesidad de obtener liquidez a corto plazo.

A su vez, se señaló que la propuesta va en el sentido correcto al promover la existencia de un mercado de valores no inscritos. Respecto de este último punto, se sugirió clarificar que, las normas que están siendo modificadas en efecto permiten la emisión, la oferta privada y la oferta pública exceptuada de bonos.

En cuanto a la incorporación de ofertas públicas exceptuadas de monto acotado (10.000 UF), se señaló que era una modificación positiva para el mercado, ya que crea un incentivo real para el desarrollo de las pymes, permitiendo que accedan a financiamiento sin pasar por los procesos de inscripción, que conllevan costos y cargas regulatorias que esas empresas no tienen la capacidad de asumir. Sin embargo, hubo quienes señalaron que el monto de 10.000 UF era muy restrictivo, dado que en los mercados bursátiles locales no sería conveniente hacer ofertas públicas (iniciales, primarias ni secundarias) por menos de US\$ 25 millones, por lo que se sugiere elevar el monto a 100.000 UF para con el tiempo llegar a las 200.000 UF. Otros sugieren aumentar el monto directamente a 1 millón UF, por corresponder al monto estándar mínimo de las colocaciones y por los costos de transacción de una colocación, que podrían ser altos en relación al monto recaudado.

²² Estudios de abogados, emisores, inversionistas, infraestructuras de mercado, entre otros.

En el mismo sentido, se sugirió incorporar una nueva categoría que permitiera que personas naturales invirtieran sumas pequeñas, por ejemplo, desde 30 UF, que en la mayoría de los casos sería menor que la excepción propuesta de 2% del capital del emisor.

Además, hubo quienes sugirieron incorporar otras modificaciones a la NCG N°336, a efectos de facilitar e incentivar la utilización de esa normativa.

- Se propone eliminar la distinción entre inversionistas calificados de los números 1 al 6 y aquellos de los números 7 y 8 de la NCG 216 de 2007, y solo hacer referencia a inversionistas calificados, sin distinción, y mantener el número máximo de 50 retail, o 200 Inversionistas Calificados. Lo anterior, dado que en la práctica esos máximos serían suficientemente amplios para abarcar la mayoría de las ofertas privadas que se presentan hoy en el mercado.
- Se propone que la declaración que debe ser incluida en todos los materiales de marketing del valor, pueda ser tanto en idioma español como en inglés, en atención a que muchas veces los materiales se preparan en este último idioma.
- Se plantea la complejidad que implica señalar la fecha específica del inicio de la oferta, en consideración a que, por ejemplo, en el caso de productos como fondos mutuos, los prospectos tienen fechas que cambian en el tiempo y se refieren a distintas series de cuotas creadas en momentos distintos y cuyas ofertas ya han comenzado en fechas distintas.
- Se señala que el valor unitario de 5.000 UF a que se refiere la NCG N°336 sería muy alto, y estaría impidiendo la participación de inversionistas calificados de los números 7 y 8 de la normativa de Inversionista Calificado, quienes finalmente deben acceder, por ejemplo, a través de fondos de inversión, por lo que se sugiere rebajar el monto a 500 UF que sería el estándar de mercado en cuanto a los cortes de cupón. Adicionalmente, se sugiere precisar que las 5000 UF se refiere al monto mínimo de inversión (y no al precio unitario o de corte del valor).
- Se sugiere clarificar que la normativa permite realizar una oferta privada a un máximo de 50 inversionistas no calificados.

Por su parte, hubo quienes manifestaron la necesidad de clarificar cuál sería el régimen para las transacciones de valores de oferta pública exceptuados, por ejemplo, si existen impedimentos para que esos valores se transen en bolsa, y además respecto a cuál sería el rol de los intermediarios respecto a estos valores exceptuados.

En cuanto al rol de los intermediarios de valores en las ofertas sobre las que trata la propuesta normativa, se sugirió se incorporara expresamente la autorización para que éstos puedan realizar esta actividad.

Además, se sugiere que la norma explicita que las empresas de custodia y depósito de valores están facultadas para custodiar todo tipo de títulos valores, sean éstos de oferta pública o no.

IX. Normativa Final

En atención a los comentarios y sugerencias recibidos a través del sitio web de la Comisión y en las mesas consultivas, la propuesta normativa se modifica en los siguientes términos:

- Se incrementa el monto de la oferta de 10.000 a 100.000UF, pero se establece como condición que sea efectuada en los sistemas de cotización de las bolsas locales y que éstas definan los estándares de información que sean necesarios para la protección de quienes participen en tales ofertas.
- Se precisa que las ofertas dirigidas a un máximo de 50 inversionistas que no tengan la calidad de Calificado, también quedan comprendidas en el numeral iii) de la sección I de la NCG N°336.
- Se precisa que la declaración a que se refiere la NCG N°336 respecto a la calidad del inversionista calificado es opcional, entendiéndose que puede haber otros medios para determinar esa calidad.
- Se rebaja el valor unitario de los instrumentos de 5.000 a 3.000 UF a que se refiere la NCG N°336 para que la oferta se considere como privada.
- Se reconoce como idioma válido para preparar las comunicaciones y materiales a que se refiere la NCG N°336, el inglés.
- Se precisa que la intermediación de valores no inscritos es inherente al giro de los corredores de bolsa y agentes de valores, y que las ofertas acogidas a las excepciones de inscripción pueden ser realizadas tanto fuera de rueda como en los sistemas de cotización y negociación bursátiles.

En cuanto a que la norma explicita que las empresas de custodia y depósito de valores están facultadas para custodiar todo tipo de títulos valores, sean éstos de oferta pública o no, entendemos esta aclaración no sería necesaria, en atención a que es la propia Ley N°18.876 la que permite el depósito y custodia de "valores", sin distinción y, por tanto, sean o no de oferta pública.

Respecto a incorporar una nueva categoría que permita la inversión de sumas pequeñas a personas naturales, la Comisión ya había discutido dicha opción y determinó que por el momento no era conveniente incorporar esa categoría.

En cuanto a las categorías de inversionistas calificados y su referencia en la NCG 336, se hace presente que la Comisión dentro de su plan de regulación contempla una actualización de la referida NCG 216, por lo que en dicha oportunidad se analizarán los cambios que sean pertinentes.

Finalmente, con el objeto que la Comisión pueda contar con información respecto a las ofertas públicas que se acogerán a las disposiciones de la presente normativa, se incorpora la obligación de remitir a la Comisión ciertos antecedentes asociados a aquélla, tales como, identificación del oferente, del emisor del valor, el tipo de oferta a realizar, monto de la colocación, entre otros.

A. Texto definitivo

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, independiente que sean efectuadas en bolsas de valores o fuera de ellas:

- 1. Aquellas cuyos valores sólo podrán ser adquiridos por inversionistas calificados.*
- 2. Aquellas efectuadas en bolsas de valores nacionales, siempre que el monto total acumulado a ser captado por el emisor u oferente en los 12 meses siguientes a la primera oferta efectuada en bolsa, no supere el equivalente a 100.000 unidades de fomento, y que el oferente o el emisor cumpla las exigencias de información que la bolsa respectiva haya establecido en protección de los inversionistas para efectuar la oferta correspondiente.*
- 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

1. Intercálase el siguiente nuevo literal c), al numeral iii) de la sección I de la N.C.G. N°336 de 2012:

"c) Que sean dirigidas a un máximo de 50 inversionistas que no tengan la calidad de Inversionista Calificado."

2. Reemplázase el inciso final de la sección I de la N.C.G. N°336 de 2012, por el siguiente:

"No obstante lo anterior, en aquellas ofertas de valores que traten sobre instrumentos cuyo valor unitario ascienda al menos al equivalente a 3.000 Unidades de Fomento, no será necesario cumplir la condición a que se refiere el literal iii) anterior."

3. Reemplázase el inciso segundo de la sección III de la N.C.G. N°336 de 2012, por el siguiente:

"Si la referida comunicación o material estuviera en un idioma distinto al español o al inglés, deberá incluirse la información señalada en los literales (i) al (iv) precedentes, además, en alguno de estos dos idiomas."

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

"Verificar la identidad y calidad de Inversionista Calificado de las personas indicadas en las letras a) y b) del literal (iii) de la Sección I de esta norma, para lo cual podrá obtener una declaración de quien adquiera los valores ofrecidos en que éste indique 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 del 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 podrá hacerse oferta pública en Chile de esos valores; y en caso que el emisor de los valores no esté inscrito en tales registros, que dicho emisor no estará sometido a la fiscalización de la Comisión ni a las obligaciones de información continua que, por ley y normativa, se exige a esos emisores inscritos."

III. OBLIGACIONES DE INFORMACION AL PÚBLICO

Quienes realicen las ofertas a las que se refiere la sección I anterior, deberán indicar, en la comunicación verbal, física o electrónica 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, por tanto:

- a) *Que no podrá hacerse oferta pública en Chile de esos valores; y*
- b) *En caso que el emisor de los valores no esté inscrito en tales registros, que dicho emisor no estará sometido a la fiscalización de la Comisión ni a las obligaciones de información continua que, por ley y normativa, se exige a esos emisores inscritos.*

Corresponderá al oferente, ante acciones de fiscalización efectuadas por esta Comisión, acreditar el cumplimiento de esta obligación. Para efectos de acreditar la circunstancia a que se refiere el numeral 1 de la Sección I anterior, bastará 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, en caso que la entidad no contare con otros medios para acreditar dicha calidad.

Las disposiciones contenidas en la presente normativa son sin perjuicio de las demás obligaciones que rigen a los intermediarios de valores con motivo de las operaciones de corretaje de valores no inscritos que realicen en el marco de su giro.

IV. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN A LA COMISION

Los oferentes de los respectivos valores deberán enviar a esta Comisión, con 5 días hábiles de antelación al día en que se pretende efectuar la oferta, la siguiente información:

- (i) Identificación del Oferente: nombre o razón social, RUT, número de pasaporte u otro documento oficial de identificación, nacionalidad y domicilio en Chile, o en su defecto, en el extranjero;*
- (ii) Identificación del Emisor del Valor: nombre o razón social, RUT, número de pasaporte u otro documento oficial de identificación, nacionalidad y domicilio en Chile, o en su defecto, en el extranjero;*
- (iii) Identificación de la entidad para la cual los trabajadores desempeñan funciones, en caso de los planes de compensación a que se refiere el numeral 5 de la sección anterior: razón social, RUT y domicilio legal de la sociedad nacional a cuyos trabajadores estará dirigida la oferta;*
- (iv) Tipo de oferta a realizar: indicar si corresponde a una oferta acogida al numeral 1 al 6 de la sección anterior, de esta normativa;*
- (v) Monto total que se pretende colocar en los destinatarios de la oferta, expresado en pesos chilenos al día anterior al de envío de la información a este Servicio;*
- (vi) Porcentaje del capital del emisor, en caso de ofertas acogidas al numeral 4 de la sección anterior: indicar el porcentaje que representa la oferta respecto del capital – previo a la oferta -, más aquél que se pretende colocar, valorizando ambos al precio promedio de colocación de los instrumentos ofrecidos;*

Adicionalmente, el oferente deberá acompañar a esta información una declaración de veracidad de la misma y del hecho que aquél dará cumplimiento a las instrucciones impartidas en la presente normativa.

Para efectos de lo dispuesto en la presente sección, la Comisión podrá convenir con otros organismos del Estado y las bolsas de valores nacionales, mecanismos de comunicación o intercambio de información que sustituyan o complementen estas obligaciones de información.

V. DEROGACIÓN

Deróganse la Norma de Carácter General N°345 de 2013, y los numerales 1 y 2 de la sección 1 del Oficio Circular N°125 de 2002, pasando los numerales 3 y 4 a ser 1 y 2, respectivamente.

VI. VIGENCIA

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

X. Análisis de Impacto Regulatorio

La principal modificación que contempla la normativa²³ consiste en la incorporación de dos nuevos tipos de ofertas que serán exceptuadas de inscripción y una alternativa al mecanismo de verificación de la calificación del inversionista por medio de una declaración.

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.

Desde esa perspectiva, al incorporar nuevas excepciones a la obligación de inscripción del valor ofrecido públicamente, se está incrementando ese riesgo y, por tanto, introduciendo un grado mayor de desprotección al inversor.

No obstante, si se tiene en consideración que ambas excepciones están motivadas, por una parte, en la necesidad de disminuir los costos de financiamiento de los proyectos de menor tamaño²⁴ y, por otra, en el hecho que en las ofertas en que los valores sólo pueden ser adquiridos por inversionistas calificados, el beneficio asociado a la primera medida sería superior a dicho riesgo y éste, para la segunda medida, sería bastante acotado.

Ello, por cuanto, se estaría generando un espacio de financiamiento alternativo al bancario y del mercado de valores regulado, en el que las empresas de menor tamaño o nuevos emprendimientos podrían obtener recursos del público en general mediante la emisión y oferta de títulos valores. A este respecto, es importante tener presente que, en materia de financiamiento de las empresas de menor tamaño, tanto IOSCO como la OECD recomiendan

²³ Conforme se señala en la sección IX del informe, hay otros cambios que buscan clarificar ciertas materias, razón por la que no alteran de manera significativa el marco normativo vigente.

²⁴ Estos costos conllevan gastos de una vez, tales como adecuación de sistemas y procedimientos para elaboración y difusión de las obligaciones de información, y contratación de abogados para el proceso de inscripción y adecuación societaria; y gastos permanentes, como lo son la contratación de empresas de auditoría externa o clasificadoras de riesgo (en caso de títulos de deuda), entre otros.

que la regulación contemple mecanismos alternativos al modelo tradicional regulado por los costos que este último conlleva para esas empresas²⁵. Además, esos mecanismos alternativos han mostrado servir para esos fines en algunas de las jurisdicciones analizadas²⁶. A su vez, por cuanto la calidad de inversionista calificado está sostenida en la capacidad que tendría éste para comprender los riesgos inherentes a las inversiones que realiza y, por tanto, del hecho que estará adquiriendo un valor sobre el que no habrá ningún tipo de fiscalización o exigencia de información respecto del emisor o valor, por parte de la Comisión.

²⁵ IOSCO. (2015). *SME Financing Through Capital Markets*. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>. OECD. (2014). *Non-bank debt financing for SMEs: The role of securitisation, private placements and bonds*. Obtenido de <https://doi.org/10.1787/fmt-2014-5jxx05svvw34>. OECD. (2016). *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*. Obtenido de <https://doi.org/10.1787/fmt-2015-5jrs051fvnj>. OECD. (2020). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2020 : An OECD Scoreboard*. Obtenido de <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/061fe03d-en/index.html?itemId=/content/publication/061fe03d-en>

²⁶ European Commission. (2017). *Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU*. Obtenido de https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180216-study-private-placements_en.pdf. European Commission. (2017). *Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU. Executive Summary*. Obtenido de https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180216-study-private-placements-summary_en.pdf. SEC. (2018). *Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017*. Obtenido de https://www.sec.gov/files/DERA%20white%20paper_Regulation%20D_082018.pdf. SEC. (2019). *Concept Release on Harmonization of Securities Offering*. Obtenido de <https://www.sec.gov/rules/concept/2019/33-10649.pdf>. SEC. (2019). *Regulation Crowdfunding*. Obtenido de https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019_0.pdf

XI. Anexo A

"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.*
- 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.*
- 6.*

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.

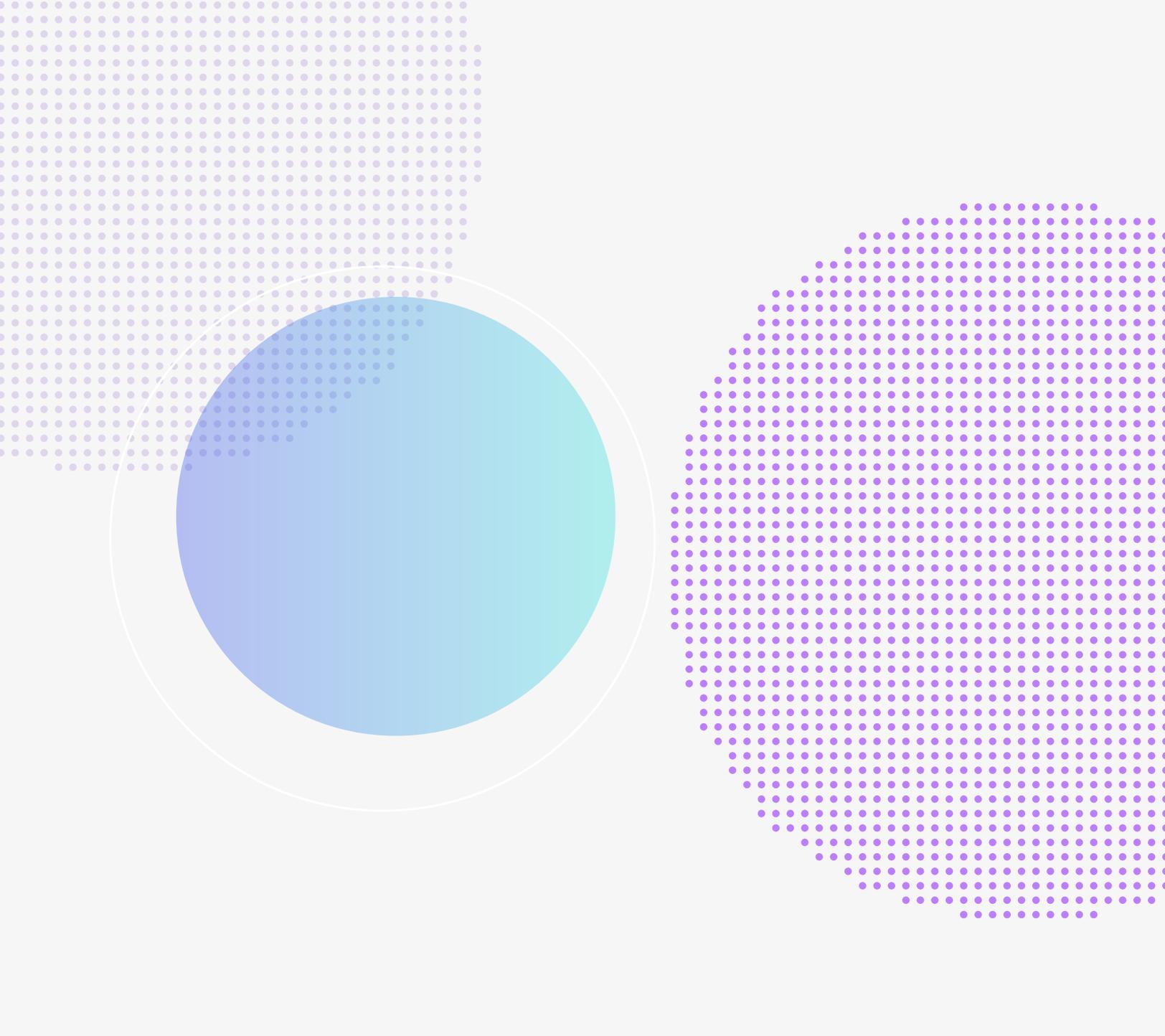
Corresponderá al oferente, ante acciones de fiscalización efectuadas por esta Comisión, acreditar el cumplimiento de esta obligación y, para efectos de acreditar la circunstancia a que se refiere el numeral 1 de la Sección I anterior, contar con la correspondiente declaración de quien adquirió los valores 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.”



COMISIÓN
PARA EL MERCADO
FINANCIERO