

Régimen del mercado de valores

Tomo II Emisión y oferta de valores

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
(Coordinadores académicos)

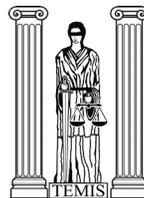
RÉGIMEN
DEL MERCADO DE VALORES

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO
(Coordinadores Académicos)

RÉGIMEN DEL MERCADO DE VALORES

TOMO II

Emisión y oferta de valores



Bogotá - Colombia
2017

Régimen del mercado de valores. – Bogotá : Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, Ediciones Uniandes : Temis, 2017.

4 tomos ; 16 x 23 cm.

Contenido : tomo II. Introducción al derecho del mercado de valores – tomo 2. Emisión y oferta de valores / Juan Carlos Varón Palomino, Germán Darío Abella Abondano (Coordinadores Académicos) – tomo 3. Intermediación en el mercado de valores – tomo 4. Otras instituciones de los mercados de valores.

ISBN 978-958-35-1132-5 (obra completa)

978-958-35-1134-9 (Tomo II)

1. Bolsa de valores - Legislación I. Universidad de los Andes (Colombia). Facultad de Derecho.

CDD 346.092

SBUA

Para citar este libro: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.07>

© Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano

© Néstor Raúl Fagua Guauque, Carlos Andrés Aldana Gántiva, Carlos

Fradique-Méndez López, María Victoria Moreno Jaramillo, Jeannette Forigua Rojas

© Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, 2017.

© Ediciones Uniandes

Calle 19 núm. 3 – 10, oficina 1401

Bogotá, D. C., Colombia

Teléfono: 3394949, ext. 2133

<http://ediciones.uniandes.edu.co>

infeduni@uniandes.edu.co

© Editorial Temis S. A., 2017.

Calle 17 núm. 68D - 46, Bogotá.

www.editorialtemis.com

ISBN: 978-958-35-1132-5 (La obra)

978-958-35-1134-9 (Tomo II)

2887 20170012200

ISBN e-book: 978-958-774-530-6

Diseño de cubierta: Neftali Vanegas

Universidad de los Andes | Vigilada Mineducación.

Reconocimiento como universidad: Decreto 1297 de 30 de mayo de 1964.

Reconocimiento de personería jurídica: Resolución 28 de 23 de febrero de 1949, Minjusticia.

Acreditación institucional de alta calidad, 10 años: Resolución 582 del 9 de enero de 2015, Mineducación.

Hecho el depósito que exige la ley.

Impreso en Editorial Nomos.

Diag. 18bis núm. 41 - 17, Bogotá.

Todos los derechos reservados. Esta publicación no puede ser reproducida ni en su todo ni en sus partes, ni registrada en o transmitida por un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, magnético, electro-óptico, por fotocopia o cualquier otro, sin el permiso previo por escrito de los editores.

PRESENTACIÓN

El segundo tomo de la obra se centra en el estudio de las actividades de emisión y oferta de valores. El primer capítulo aborda la temática de la oferta pública como actividad del mercado de valores, tanto en el mercado primario como en el secundario, así como la tutela de los derechos de los inversionistas.

El capítulo II se ocupa de la oferta privada de valores, diferenciándola de la oferta pública y presentando una panorámica de Derecho comparado en punto de su regulación en varios países de la muestra. Así mismo se trata lo relativo a los agentes que participan en los mercados de oferta privada (emisores, intermediarios y otros agentes), y se estudia el funcionamiento e infraestructura de estos mercados.

El capítulo III profundiza en el régimen de los emisores de valores, precisando el concepto de emisor, las clases de emisores, los criterios de supervisión y regulación de estos y sus principales deberes.

El capítulo IV trata sobre las calificadoras de riesgo, resaltando, entre otros aspectos, los principios internacionales sobre la actividad de calificación, la utilidad de las calificaciones, los requisitos de acceso a la actividad y de ejercicio de la misma, y el tratamiento de las calificaciones de riesgos, así como el gobierno, la responsabilidad, supervisión y autorregulación de las sociedades calificadoras.

ÍNDICE GENERAL

| | PÁG. |
|--------------------|------|
| Presentación | VII |

CAPÍTULO I

LA OFERTA PÚBLICA COMO UNA ACTIVIDAD DEL MERCADO DE VALORES

NÉSTOR RAÚL FAGUA GUAUQUE

| | |
|---|----|
| 1. Introducción..... | 1 |
| 2. Oferta pública en el mercado de valores | 5 |
| 3. La noción de oferta pública de la ley 964 de 2005..... | 6 |
| A) Estructura normativa general de la ley 964 sobre ofertas públicas..... | 7 |
| B) Los elementos de la noción de oferta pública | 13 |
| a) Personas no determinadas..... | 13 |
| b) Sectores o grupos de personas relevantes..... | 13 |
| c) Medios masivos de comunicación..... | 16 |
| C) Decreto 2555 de 2010..... | 17 |
| 4. Oferta privada y oferta pública..... | 18 |
| 5. Oferta pública en el mercado de valores | 21 |
| A) La oferta pública de valores en el mercado primario | 25 |
| a) Requisitos de la oferta pública..... | 29 |
| b) Otras modalidades de inscripción asociadas con la oferta pública | 36 |
| c) Estabilización de precios en ofertas públicas | 41 |
| B) Modalidades de la oferta pública como colocación de valores en el mercado primario | 42 |
| a) Oferta pública para la colocación de valores por el procedimiento ordinario (precio fijo) | 42 |
| b) Oferta pública de valores mediante construcción del libro de ofertas (<i>book building</i>)..... | 45 |
| c) Oferta pública de valores por medio de mecanismos de subasta | 53 |

| | PÁG. |
|---|------|
| C) Ofertas públicas en el segundo mercado | 55 |
| D) Ofertas públicas en función del lugar de colocación..... | 60 |
| a) Ofertas en el mercado local | 60 |
| b) Ofertas públicas de valores en el exterior..... | 61 |
| c) Ofertas públicas simultáneas en el mercado local e inter- nacional..... | 62 |
| E) La revocabilidad de las ofertas públicas de valores en el mer- cado primario..... | 63 |
| F) La formulación y aceptación de las ofertas de valores en el mercado primario..... | 65 |
| G) Ofertas públicas simultáneas en los mercados primario y se- cundario | 66 |
| 6. Oferta pública en el mercado secundario | 67 |
| A) Aspectos generales | 67 |
| B) Ofertas y operaciones especiales | 70 |
| a) Ofertas públicas de adquisición..... | 70 |
| b) Otras ofertas públicas de adquisición | 85 |
| c) Ofertas públicas de democratización..... | 89 |
| d) Martillos..... | 95 |
| 7. La oferta pública y la tutela de los derechos de los inversionistas | 100 |
| Bibliografía | 103 |

CAPÍTULO II

LA OFERTA PRIVADA DE VALORES

CARLOS ANDRÉS ALDANA GÁNTIVA

| | |
|---|-----|
| 1. Antecedentes..... | 105 |
| 2. Concepto y definición de oferta privada de valores | 106 |
| A) Diferencias entre oferta pública y oferta privada | 106 |
| a) Destinatarios | 106 |
| b) Inscripción ante autoridades..... | 107 |
| c) Documento de oferta | 107 |
| d) Autorización | 107 |
| e) Información periódica..... | 108 |
| B) La relevancia de las ofertas privadas en los mercados globales | 108 |
| C) Regulación sobre oferta privada | 110 |
| a) Marco regulatorio en Colombia..... | 110 |
| b) Marco regulatorio en Estados Unidos | 114 |

| | PÁG. |
|---|------|
| c) Marco regulatorio en la Unión Europea | 118 |
| d) Marco regulatorio en otros países de América Latina | 120 |
| 3. Agentes partícipes en los mercados de oferta privada..... | 122 |
| A) Emisores | 122 |
| a) Clases de emisores en los mercados privados | 122 |
| b) Deberes de los emisores | 123 |
| B) Intermediarios..... | 124 |
| a) Perímetro regulatorio: quiénes pueden participar..... | 124 |
| C) Inversionistas..... | 129 |
| a) Clases de inversionistas | 129 |
| b) Restricciones de los inversionistas | 129 |
| D) Otros agentes | 130 |
| a) Representante de tenedores | 130 |
| b) Otros agentes intervinientes..... | 131 |
| 4. Funcionamiento e infraestructura de los mercados de oferta pri- vada..... | 131 |
| A) Estructuración y ofrecimiento privado de valores..... | 131 |
| a) Pasos preliminares | 132 |
| b) Elaboración de la documentación..... | 132 |
| c) Colocación de valores..... | 135 |
| d) Regulación privada de los sistemas de negociación..... | 137 |
| B) Conclusiones..... | 138 |
| Bibliografía | 139 |

CAPÍTULO III

EMISORES DE VALORES

CARLOS FRADIQUE-MÉNDEZ LÓPEZ

| | |
|---|-----|
| 1. Introducción | 143 |
| 2. Concepto de emisor | 144 |
| 3. Clases de emisores | 145 |
| A) Emisores públicos..... | 145 |
| B) Emisores privados | 146 |
| C) Organismos multilaterales de crédito | 146 |
| D) Entidades no personas jurídicas..... | 147 |
| E) Sub-tipos de emisores en Colombia | 147 |
| a) Sociedades anónimas..... | 148 |

| | PÁG. |
|--|------|
| b) Gobiernos extranjeros y entidades públicas extranjeras | 148 |
| c) Organismos multilaterales de crédito | 149 |
| d) Entidades extranjeras y sucursales de entidades extranjeras | 149 |
| e) Patrimonios autónomos, fondos de inversión colectiva, y fondos de capital privado..... | 151 |
| f) Universalidades de la ley 546 de 1999 | 152 |
| g) Otros emisores | 153 |
| 4. Supervisión y regulación de emisores | 155 |
| A) Marco regulatorio internacional | 155 |
| a) Estados Unidos | 155 |
| b) España..... | 156 |
| c) Unión Europea..... | 157 |
| d) México..... | 157 |
| e) Chile..... | 158 |
| f) Perú..... | 159 |
| B) Marco regulatorio colombiano | 160 |
| a) Facultades de supervisión de la Superintendencia Finan- ciera de Colombia..... | 161 |
| b) Control exclusivo y control concurrente | 162 |
| c) Régimen sancionatorio aplicable..... | 164 |
| 5. Deberes de los emisores | 166 |
| A) Deber de registro | 166 |
| a) Marco regulatorio internacional | 166 |
| b) Marco regulatorio en Colombia..... | 168 |
| B) Deber de información | 172 |
| a) Información relevante..... | 173 |
| b) Obligación de revelación..... | 174 |
| c) Excepción a la obligación de revelación | 175 |
| d) Obligación de remitir información periódica | 175 |
| e) Obligaciones de información frente a la Bolsa de Valores de Colombia..... | 176 |
| C) Deberes asociados con el gobierno corporativo | 177 |
| a) Aspectos generales de gobierno corporativo para emiso- res en el ámbito internacional..... | 177 |
| b) Aspectos generales de gobierno corporativo para emiso- res en el ámbito nacional | 183 |
| Bibliografía | 186 |

CAPÍTULO IV

CALIFICADORAS DE RIESGO

MARÍA VICTORIA MORENO JARAMILLO

JEANNETTE FORIGUA ROJAS

| | PÁG. |
|--|------|
| 1. Consideraciones preliminares..... | 189 |
| 2. Principios internacionales sobre la actividad de calificación de riesgos..... | 191 |
| 3. La Ley Dodd-Frank como respuesta a la crisis financiera de 2007 | 196 |
| 4. Concepto de calificación de riesgos | 198 |
| 5. La calificación como actividad del mercado de valores | 205 |
| 6. Reserva de actividad..... | 208 |
| 7. Utilidad de las calificaciones | 211 |
| 8. Requisitos de acceso a la actividad y de ejercicio..... | 223 |
| A) Requisitos para actuar como sociedad calificadora de valores o de riesgos en Colombia | 223 |
| B) Requisitos exigidos en otros países para desarrollar la actividad de calificación | 227 |
| 9. Alcance de la actividad de las sociedades calificadoras de riesgo | 230 |
| A) Actividades principales | 230 |
| B) Prohibiciones | 234 |
| 10. Órganos de administración | 236 |
| A) Junta directiva..... | 236 |
| B) Comité técnico..... | 237 |
| 11. La calificación | 240 |
| A) Noción de calificación | 240 |
| a) Como opinión | 240 |
| b) Como proceso | 240 |
| c) Como contrato | 241 |
| B) Características de la calificación | 242 |
| C) Fuentes de información y responsabilidad por la calidad de la información | 242 |
| D) Clasificación de las calificaciones | 243 |
| E) Divulgación de la calificación | 244 |
| F) Excepciones a la divulgación de la calificación | 244 |
| G) Procedimiento de calificación..... | 244 |
| H) Metodologías de calificación | 245 |

| | PÁG. |
|---|------|
| I) Categorías de calificación..... | 246 |
| a) Value and Risk Ratings S. A..... | 250 |
| b) Fitch Ratings Colombia S. A. | 247 |
| c) BRC Standard & Poor'S | 248 |
| 12. Responsabilidad de las sociedades calificadoras de riesgo | 252 |
| A) Responsabilidad administrativa..... | 252 |
| B) Responsabilidad civil..... | 252 |
| C) Responsabilidad penal..... | 254 |
| 13. Supervisión y autorregulación de las sociedades calificadoras de riesgo | 254 |
| 14. La reputación como activo estratégico de las sociedades calificadoras..... | 255 |
| Bibliografía | 257 |

CAPÍTULO I

LA OFERTA PÚBLICA COMO UNA ACTIVIDAD DEL MERCADO DE VALORES*

NÉSTOR RAÚL FAGUA GUAUQUE**

1. INTRODUCCIÓN

La ley 964 de 2005 modificó la noción de oferta pública en el mercado de valores. A pesar de los nuevos criterios que se introducen en esta materia, la regulación parece no advertir su importancia y en ese sentido el decreto 2555 de 2010 se ha limitado a reproducir sin mayor discernimiento las disposiciones de la antigua y derogada resolución 400 de 1995. Entre otros, no se ha recabado en el hecho de que la noción de oferta pública no se limita a establecer los criterios de acuerdo con los cuales es necesario hacer una oferta pública, y en cierto sentido se ha olvidado que esta constituye un elemento de protección de los inversionistas, especialmente desde el punto de vista de la disciplina de la información. Los criterios que desarrolla la ley 964 establecen las pautas generales en relación con sus destinatarios: personas no determinadas o grupos de personas relevantes o que se formulen por medios masivos de comunicación. Tales supuestos son los que debe considerar el gobierno nacional en el ejercicio de su competencia como regulador, sin que quepa considerar otros supuestos en relación con la forma como se estructura tal noción en el mercado primario o en el secundario.

Desde el punto de vista de la regulación vigente, los emisores y los valores que pretenden ser parte del mercado de valores deben cumplir necesariamente con la inscripción en el Registro Nacional de Valores

* Para citar este capítulo: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.08>.

** Abogado de la Universidad Externado de Colombia. Especialista en banca y en Derecho Comercial de la Universidad de los Andes. Ha desempeñado diversos cargos en la Superintendencia Bancaria y en la Superintendencia de Valores. Abogado asesor y consultor en los sectores público y privado por más de veinte años. Actualmente se desempeña como vicepresidente jurídico y secretario general en la Financiera de Desarrollo Nacional.

y Emisores (RNVE). Esto corresponde a lo que se puede denominar el requisito de ingreso al mercado de valores y constituye un presupuesto necesario para realizar una oferta pública en el mercado de valores. La asociación entre el registro del valor y del emisor con la oferta pública, muestra la importancia del requisito de inscripción en el registro y de la oferta pública como mecanismo de colocación de valores. En este sentido, el registro admite diferentes modalidades, desde el procedimiento ordinario y normal para realizar una oferta o la admisión a negociación de un valor en el mercado secundario, hasta el registro de programas de emisión para la colocación de valores, registro automático y autorización general del registro, pasando por ciertas modalidades de registro excepcionales como sucede con el registro temporal de valores cuya función está atada a la realización de ofertas públicas de acciones en procesos de privatización.

Por su parte, la oferta pública se puede dividir de manera general entre oferta en el mercado primario y oferta en el mercado secundario. Las ofertas públicas en el mercado primario constituyen esencialmente mecanismos para la colocación de valores por parte de los emisores; es una operación mediante la cual se accede al mercado de valores con la finalidad de buscar recursos para la financiación de sus operaciones, el objetivo es lograr que los inversionistas inviertan en los valores que se quiere emitir y colocar y, en consecuencia, en tanto ello supone la potencialidad de manejar ahorros captados del público requiere de la autorización del gobierno¹.

Desde el punto de vista de la autorización, la regulación establece un régimen de autorización previa el cual va atado a la autorización de la inscripción en el RNVE y, para ciertos casos, un régimen de autorización general, el cual considera las características especiales de ciertos emisores (como los establecimientos de crédito en relación con

¹ “Cuando una empresa necesita financiación y decide obtenerla por medio del mercado de valores, debe recurrir al mercado primario. En este mercado se encuentran emisores e inversionistas, los unos para conseguir capital para el desarrollo de sus actividades productivas, y los otros, para colocar sus ahorros en instrumentos de inversión. / De acuerdo con la antigua Superintendencia de Valores, [...] la colocación primaria puede darse como una relación directa entre la entidad emisora y el adquirente o primer beneficiario del valor o el emisor puede recurrir a un colocador, que es una entidad que acorde con su objeto social puede actuar como suscriptor profesional o *underwriter* de una emisión, donde el *underwriter* es [...] un mecanismo de emisión de valores, definido de manera más específica como una emisión indirecta”. Concepto 19998 - 1047 de 28 de diciembre de 1999, citado por MÓNICA ACEVEDO CUÉLLAR, *Acciones inscritas en bolsa*, Bogotá D. C., Universidad de los Andes - Editorial Temis, 2012, pág. 40.

sus operaciones pasivas o las emisiones en el segundo mercado) y el cumplimiento de algunos requisitos. Como técnica para la colocación de valores, la oferta pública en el mercado primario puede hacerse mediante tres modalidades: i) colocación ordinaria, la cual supone un proceso de autorizaciones previas a la formulación de la oferta y una técnica de colocación cuyos elementos están referidos en su totalidad al reglamento de emisión y colocación, en el sentido de que todos los elementos de la oferta están definidos de manera previa o al menos concomitante a la formulación de la oferta; ii) la oferta pública por medio del procedimiento de formación del libro o *book building*, el cual constituye un mecanismo que se aparta por completo de las reglas de oferta del Código de Comercio, y que busca desarrollar unos procedimientos para la formación del precio de los valores por colocar y del tamaño de la emisión, como producto de la interacción con el mercado (oferta y demanda) y a partir de ello convertirse en un mecanismo de distribución de los valores por colocar de la manera más eficiente posible, y iii) el mecanismo de subasta, que como oferta pública de valores busca asegurar la colocación de la totalidad de los valores ofrecidos en las mejores condiciones posibles de precio, a partir de la fijación de un precio base para la oferta o de una tasa máxima en el caso de la subasta holandesa.

Desde el punto de vista de las clases de mercado a los cuales se dirige la oferta, esta se divide entre las ofertas en el mercado principal o las que se realizan en el segundo mercado: las diferencias esencialmente corresponden al tipo de inversionistas que pueden participar en uno y en otro, a la cantidad de información que debe proveerse y en ese sentido a los mecanismos de protección de los inversionistas. El mercado principal puede considerarse esencialmente más riguroso y exigente, pero, así mismo, en cuanto se cumplan los requisitos que exige la regulación respecto de los valores, las emisiones y los emisores, es un mercado al cual todo aquel que cumpla tales condiciones puede acceder sin restricción alguna; a diferencia de este, el segundo mercado puede percibirse como menos exigente y en cierto sentido exclusivo en tanto ha sido concebido como un mercado de inversionistas profesionales, al cual solo pueden acceder los inversionistas autorizados que pretendan suscribir o negociar valores listados en dicho mercado.

Desde el punto de vista de la territorialidad de los mercados, las ofertas públicas se clasifican en ofertas locales, ofertas exclusivas en el exterior y ofertas simultáneas en el mercado local y mercados del exterior; dependiendo del lugar en el cual se haga la oferta ello tendrá

consecuencias desde el punto de vista de la aplicación de las normas: a las ofertas públicas exclusivas en el exterior no se aplican las normas de la regulación del mercado de valores, mientras que las ofertas simultáneas en el mercado local y en mercados extranjeros requieren de un proceso de armonización de las normas por aplicar, especialmente en materia de información.

Sobre las ofertas públicas en el mercado secundario debe partirse de una consideración fundamental sobre la finalidad de este mercado: al contrario del mercado primario, en el secundario no se realizan operaciones de colocación de valores, es decir, no se trata de un mercado al cual acuden los emisores en búsqueda de recursos del ahorro público, sino es un mercado de intermediarios de valores e inversionistas al cual se acude para negociar valores ya emitidos. En este sentido, la mayoría de las operaciones que se realizan en el mercado secundario corresponden a operaciones que se desarrollan en los diferentes sistemas de negociación, especialmente en bolsa; se trata de operaciones de compra y venta de valores en sus diferentes modalidades realizadas por regla general en sistemas transaccionales. Tales ofertas de compra y venta constituyen verdaderas ofertas públicas de compra y venta de valores, por cuanto cualquier persona, inversionista calificado o no, puede recurriendo a los intermediarios de valores y a los procedimientos establecidos para ello, responder a tales ofertas como comprador o vendedor². Junto a esta clase de negociaciones, se encuentran una serie de operaciones especiales que constituyen modalidades de las ofertas públicas en el mercado secundario, tal es el caso de las ofertas públicas de adquisición (OPAS), ofertas públicas de democratización, ofertas públicas de desliste, ofertas públicas por adquisición indirecta o sobreviniente, y operaciones de martillo (subastas), las cuales se justifican por razones especiales, en unos casos de protección de los derechos de igualdad y la transparencia del mercado, como sucede con las OPAS y las ofertas públicas de desliste, en otros casos, por la

² “De acuerdo con la normativa vigente, para negociar acciones inscritas en bolsa, es necesario hacerlo mediante la bolsa donde se encuentre inscrita la respectiva acción. Así mismo, la oferta pública de valores en el mercado secundario goza de una autorización general, siempre y cuando cumpla con los requisitos previstos en las normas del mercado de valores. / Este tipo de oferta, por medio de los mecanismos transaccionales de la bolsa, se caracteriza por dirigirse siempre a personas indeterminadas y por la prohibición de que se establezcan condiciones adicionales para su aceptación diferentes de las usuales del negocio jurídico que se pretende celebrar, esto es, cantidad de acciones, precio y fecha”.

MÓNICA ACEVEDO CUÉLLAR, *Acciones inscritas en bolsa*, op. cit., pág. 115.

finalidad de buscar un mayor grado de la dispersión accionaria de un emisor (ofertas públicas de democratización), y en otros para asegurar un mecanismo de venta de paquetes de control accionario o de participaciones significativas de acciones de un determinado emisor, como sucede con los martillos. El segundo mercado en el ámbito del mercado secundario igualmente funciona bajo la perspectiva de la oferta pública, incluyendo las operaciones especiales como las OPAS o las ofertas públicas de desliste.

Por otra parte, la oferta pública en sus diferentes modalidades y operaciones especiales, tanto en el mercado primario como en el secundario, tienen una función de protección de los derechos de los inversionistas y de la transparencia del mercado de valores. A través del prospecto de información como requisito de cualquier oferta o del cuadernillo de ventas en las OPAS se provee la información necesaria para que los inversionistas tomen sus decisiones de inversión o desinversión; así mismo, constituye un mecanismo que garantiza la participación en el mercado en igualdad de condiciones y en un ambiente que pretende lograr la mayor transparencia posible.

2. OFERTA PÚBLICA EN EL MERCADO DE VALORES

La Constitución de 1991 redefinió el marco de intervención del Estado en el sistema financiero, bursátil y asegurador, y estableció un marco de transición para su desarrollo. La Constitución calificó la actividad bursátil y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público como una actividad de interés público, para cuyo ejercicio se requiere la previa autorización del Estado³. Respecto de la intervención en esta actividad, se atribuyó al legislativo la facultad de dictar normas generales y señalar los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el gobierno nacional en relación con la actividad financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público⁴. De acuerdo con este supuesto, el modelo que desarrolló la Constitución es el de una ley marco⁵, en el cual el

³ Ver art. 335 de la Const. Pol.

⁴ Ver art. 150 num. 20, lit. d) de la Const. Pol.

⁵ En relación con las leyes marco la Corte Constitucional ha expresado: “[...] es fácil advertir que los asuntos objeto de las leyes marco corresponden a una realidad susceptible de permanente cambio. La regulación de estos fenómenos corre el riesgo de

Congreso debe establecer las reglas generales y principios y objetivos a los cuales se debe someter el gobierno nacional, quien, acorde con el mandato de la ley debe ejercer la intervención en dicha actividad.

3. LA NOCIÓN DE OFERTA PÚBLICA DE LA LEY 964 DE 2005

La ley 964 adoptó las normas generales y señaló los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el gobierno nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Al margen de cualquier consideración sobre la estructura y redacción de la ley 964, esta constituye la ley marco del mercado de valores, la cual ha calificado la emisión y oferta de tales instrumentos como una actividad del mercado de valores y por ello parte del objeto de intervención del gobierno nacional⁶.

El capítulo tercero de la ley desarrolla la estructura de intervención en el mercado de valores: dentro de esta le corresponde al gobierno intervenir las actividades que lo integran por medio de normas de carácter general. Una de tales actividades es la emisión y oferta de valores, la cual, siguiendo la letra b) del artículo 4º, se materializa en la potestad de expedir normas sobre ofertas públicas, sus diversas modalidades, las reglas aplicables y su revocabilidad. Sobre su ejercicio se ha dicho que el gobierno nacional solo puede calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores.

En este contexto el gobierno nacional, en ejercicio de su facultad de intervención, puede regular el régimen de la oferta pública en el mercado

desactualizarse y no acomodarse a su errático curso, si carece de cierto grado de flexibilidad la técnica en comento combina el momento de necesaria estabilidad y generalidad, estrictamente ligado a la filosofía que debe animar la actuación del Estado en la materia y que lo suministra la ley, con el momento dinámico de ajuste coyuntural, circunstancial y de desarrollo detallado de la política general que se satisface con el decreto. [...]. La institución de las leyes marco, introducida en el ordenamiento constitucional colombiano en la reforma constitucional de 1968, persigue para determinadas materias, dada su complejidad y constante evolución, la colaboración de legislativo y ejecutivo. Así: el primero, señalará al gobierno las pautas generales dentro de las cuales este último debe desarrollar en concreto su facultad reglamentaria ejecutando esos principios en una forma dinámica y de fácil modificación". Cfr. Corte Const., sent. C-510 de 1992. M. P. Eduardo Cifuentes Muñoz.

⁶ Ver ley 964 de 2005, art. 3º.

de valores y con ello el ámbito que comprende el mercado público de valores. Los límites tanto de mercado como de la competencia de intervención, en todo caso están determinados por la ley.

Parte de la importancia y relevancia del concepto de oferta pública, se deriva de su utilidad para determinar criterios sobre cuando se está accediendo a recursos del ahorro público⁷, y de su función en relación con la protección de los derechos de los inversionistas, principalmente desde el punto de vista de la disciplina de la información y del derecho de igualdad ante el mercado: la exigibilidad de la revelación de información a los emisores se soporta en la noción de oferta pública, así como en la obligación de realizar ofertas públicas de adquisición como un mecanismo que busca hacer primar los derechos de los inversionistas especialmente el de igualdad.

Para llegar a un entendimiento más preciso de la estructura que ha desarrollado la ley 964 en relación con la oferta pública de valores, a continuación se hará una presentación general de los diversos aspectos normativos que introdujo la ley.

A) *Estructura normativa general de la ley 964 sobre ofertas públicas*

Desde el punto de vista normativo la estructura del mercado de valores se focaliza en el contenido de los artículos 1° y 2° de la ley 964, y la enumeración de las actividades del mercado público de valores que hace el artículo 3°. Siguiendo estas normas, la estructura del mercado de valores se integra a partir de la interacción de la noción de valor y la captación de recursos del público; en este último concepto resulta especialmente importante la definición de oferta pública y las demás actividades del mercado de valores⁸.

⁷ Para ampliar este concepto puede verse: NÉSTOR FAGUA, “Oferta pública en el mercado de valores colombiano”, en *Revista de Derecho Privado*, núm. 39, Universidad de los Andes, págs. 188 y ss.

⁸ De acuerdo con el art. 3° de la ley 964, se califican como actividades del mercado de valores, la emisión y oferta de valores, intermediación de valores, administración de fondos y carteras colectivas, depósito y administración de valores, administración de sistemas de negociación y registro de valores, compensación y liquidación de valores, calificación de riesgos, autorregulación en el mercado de valores, suministro de información incluyendo su acopio y procesamiento, así como las que determine el gobierno nacional, siempre y cuando constituya una actividad de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.

La emisión y oferta de valores forma parte de las actividades del mercado de valores. Cabe destacar que al hacer referencia a estos dos conceptos no se hace mención a la noción de oferta pública, lo cual hace necesario determinar si la emisión y oferta de valores como actividad del mercado de valores corresponde a la emisión y oferta de valores mediante una oferta pública o, por el contrario, emisión y oferta en este contexto son independientes de la noción de oferta pública a que se refiere el artículo 4º, letra b) de la ley 964 de 2005⁹. Las consecuencias de esto son ciertamente importantes: entender tales actividades sin vinculación alguna al concepto de oferta pública, significa aceptar que independientemente de la forma como se estructure un proceso de emisión y colocación de acciones y de a quien se formule la oferta (indeterminados, accionistas sin importar su cantidad, etc.), será parte de una de las actividades del mercado de valores y por ello sujeto a la intervención del gobierno en la regulación y en la inspección y vigilancia. Conforme a esta interpretación, cualquier emisión y oferta de valores es parte del mercado de valores. Esta conclusión preliminar no engrana con una estructura que se articula a partir del concepto de valor y de la captación de recursos del público. No puede olvidarse que el artículo 1º de la ley 964 al señalar los objetivos y criterios de intervención, alude a “la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público”, de manera que el alcance y la naturaleza de las actividades del mercado de valores, y en particular la emisión y oferta de valores, debe interpretarse sobre la base de que se trata de la emisión de valores que tengan por objeto o efecto la captación de recursos del público¹⁰.

De acuerdo con estos presupuestos la interpretación es diferente: no se trata simplemente de emisión y oferta de valores, sino de procesos de emisión y oferta de valores mediante los cuales se acuda al ahorro público; este último aspecto debe entenderse como la regla general, no solo por el contenido del artículo 1º, adicionalmente porque la letra j) del artículo 3º establece que también son actividades del mercado de valores las señaladas en otros apartes de la ley o las que determine el gobierno nacional, siempre y cuando constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del

⁹ Ver NÉSTOR FAGUA, “Oferta pública en el mercado de valores colombiano”, *op. cit.*, págs. 188 y ss.

¹⁰ Para ampliar este concepto puede verse, *ibidem*, págs. 172 y ss.

público¹¹. De manera más precisa se debe tratar entonces de los procesos de emisión y oferta de valores que se hagan mediante oferta pública en el mercado primario, y de los procesos de oferta y negociación de valores en el mercado secundario¹².

A diferencia de lo que la ley 964 hizo con el concepto de valor, compensación y liquidación de valores o la anotación en cuenta y operaciones sobre valores, entre otros, los cuales fueron objeto de una regulación concreta, los presupuestos del concepto de oferta quedaron planteados de manera general. Sin embargo, esto no constituye una disminución de la importancia de esta noción y tampoco una pérdida de peso en la estructura del mercado de valores, dada su relevancia en lo que significa el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público¹³.

Desde el punto de vista de la finalidad de la ley 964 de 2005, ésta se centraliza en el capítulo tercero, en el cual se desarrollan los instrumentos de intervención del gobierno nacional en el mercado de valores. El artículo 4º, letra b), establece que el gobierno —en este caso el Ministerio de Hacienda y Crédito Público—, mediante normas de carácter

¹¹ Las otras actividades calificadas como actividades del mercado de valores deben entenderse en el mismo sentido, esto es, siempre y cuando estén vinculadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.

¹² El entendimiento de esta actividad bajo esta perspectiva —emisión de valores mediante oferta pública—, permite actualizar la diferencia entre un mercado privado y un mercado público, sobre la base de si una emisión de valores tiene o no por objeto o efecto captar recursos del público y no por el hecho de que se haga o no por oferta pública. Ver NÉSTOR FAGUA, “Oferta pública en el mercado de valores colombiano”, *op. cit.*, págs. 172 y ss.

¹³ Esta insistencia adicionalmente se soporta en el hecho de que es el concepto de oferta pública el que determina en gran medida el espacio que ocupa el mercado de valores, mediante las emisiones en el mercado primario, su negociación en el mercado secundario y la carga y deberes de información y diligencia tanto para los emisores, colocadores e intermediarios de valores, al igual que la relevancia de algunas de las actividades calificadas como parte del mercado de valores, las cuales cobran importancia en tanto se trate de una función que se desarrolle respecto del mercado público de valores: es el caso, entre otros, de actividades como la calificación de riesgo, respecto de la cual, igualmente puede afirmarse que su entidad como actividad del mercado de valores, se vincula estrechamente con el hecho de que los valores calificados sean de los que se emiten y negocian dentro de dicho mercado; otro tanto puede afirmarse del suministro e información al mercado de valores, su vinculación con la información que interesa a los inversionistas está dada en función de emisores, emisiones e inversionistas que participan en el mercado público de valores, pues de lo contrario se estaría calificando una actividad como parte del mercado de valores, sin que en realidad esté participando directamente en él.

general, establecerá la regulación aplicable a las ofertas públicas, sus diversas modalidades, las reglas aplicables, y la revocabilidad de las ofertas. En ejercicio de dicha facultad el gobierno solo podrá calificar como ofertas públicas *aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores*¹⁴.

Resulta especialmente importante recalcar de la estructura de intervención del gobierno en esta actividad, que las reglas que se expidan deben ser generales, es decir, el régimen de la oferta pública debe tener un carácter general y abstracto: como norma de intervención no se puede adoptar normas para regular aspectos particulares de una determinada oferta pública. En otras palabras, la normativa que se adopte debe proveer el marco general aplicable a ella y a sus diversas modalidades. La demarcación del campo de acción dentro de la cual se puede mover el gobierno como regulador, supone precisar hasta donde se extiende y cuáles son las fronteras de las facultades de intervención del gobierno de acuerdo con la ley. La letra b) del artículo 4º de la ley 964 establece con claridad que el gobierno puede expedir la regulación de las ofertas públicas, sus modalidades y su revocabilidad. Lo anterior sin duda constituye un marco de intervención de sobrada amplitud, de manera que el gobierno como regulador puede definir con total autonomía el alcance de la reglamentación aplicable, incluyendo

¹⁴ El art. 4º lit. b) de la ley 964 dice textualmente lo siguiente: “*Intervención en el mercado de valores.* Conforme a los objetivos y criterios previstos en el artículo 1º de la presente ley, el gobierno nacional intervendrá en las actividades del mercado de valores, así como en las demás actividades a que se refiere la presente ley, por medio de normas de carácter general para: a) [...] b) Establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1º del artículo 2º de la presente ley; lo relativo a las operaciones sobre valores, la constitución de gravámenes o garantías sobre los mismos u otros activos con ocasión de operaciones referidas a valores y su fungibilidad; la emisión de los valores; la desmaterialización de valores; la promoción y colocación a distancia de valores; las ofertas públicas, sus diversas modalidades, las reglas aplicables, así como la revocabilidad de las mismas; y la determinación de las actividades que constituyen intermediación de valores. En ejercicio de esta facultad el gobierno nacional solo podrá calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores. En desarrollo de esta facultad el gobierno nacional no podrá modificar las normas sobre títulos valores establecidas en el Código de Comercio”.

sus modalidades y la revocabilidad. Esto, sin embargo, encuentra en principio una dificultad que nos lleva a tratar de dilucidar si en realidad la ley 964 de 2005 en materia de oferta pública de valores delegó toda su definición a las facultades de intervención o si, por el contrario, entró a definir de manera concreta qué es oferta pública de valores en nuestro medio. Esta observación parte de la redacción y contenido del último párrafo de la letra b) del artículo 4º, lo cual puede entenderse como una definición de oferta pública: la ley señala de manera clara que en ejercicio de la facultad de intervención el gobierno solo podrá calificar como ofertas públicas “[...] aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores”. La relevancia del contenido de esta norma es que si solo se puede calificar como oferta pública los supuestos que allí se enuncian, la conclusión es que el regulador no puede entrar a adicionar otros supuestos y en consecuencia nada más a lo que ha dicho la ley 964 de 2005 podría ser oferta pública de valores¹⁵. Conforme a estos supuestos se puede afirmar que la ley 964 de 2005 sí contiene una definición de oferta pública, y que al igual del contenido de la ley 32 de 1979, ello constituye el marco general del régimen sobre ofertas públicas, caracterizada por la restricción que se ha impuesto al gobierno de que solo podrá calificarse como oferta pública tales supuestos. En esta perspectiva el esquema que ha desarrollado la ley 964 desde el punto de vista de las facultades de intervención resulta ser bastante interesante: el regulador puede intervenir en la noción de oferta pública pero sujeto a un esquema previamente determinado por la ley, el cual, en la parte sustantiva resulta inmodificable¹⁶.

¹⁵ Existe una cierta similitud con la redacción de la ley 32 de 1979 en el párrafo del art. 6º sobre ofertas públicas, esto es, personas no determinadas, sector o grupo de personas determinados o las que se realicen por algún medio masivo de comunicación. Estos supuestos coinciden en lo esencial con los de la ley 964: personas no determinadas, sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva. Ver NÉSTOR FAGUA, “Oferta pública en el mercado de valores colombiano”, *op. cit.*, págs. 178 y ss.

¹⁶ Con arreglo a estos presupuestos, es admisible formular como hipótesis que la definición y las categorías que comprende nuestro concepto de oferta pública solo corresponde a los supuestos que ha señalado de manera expresa y taxativa en su art. 4º, lit. b), la ley 964. En otros términos, bajo esta conclusión es claro que la determinación de la noción de oferta pública no es objeto de intervención por el gobierno nacional, y esto bajo el entendido de que el Congreso de la República la fijó dentro del contenido de la ley. Ahora bien, los aspectos que son objeto de la intervención del gobierno corresponden a los supuestos que menciona el primer párrafo de la letra b) del art. 4º, esto es, i) la

Con todo, quedan algunos aspectos por resolver o por lo menos de plantear como objeto de discusión. Por una parte, si la ley 964 ha definido o no el concepto de oferta pública; la razón de este cuestionamiento es simple: el gobierno, según se ha expuesto, tiene la facultad de establecer las diversas modalidades, las reglas aplicables a la oferta pública y su revocabilidad, pero solo puede calificar como oferta pública los supuestos que establece la ley; el esquema que ha desarrollado la ley permite indagar si basta con el esquema planteado por la ley o si se requiere que el gobierno expida un decreto en el cual se señale qué supuestos califican como oferta pública en nuestro ordenamiento, porque si el gobierno no puede calificar nada diferente a lo establecido por la ley como oferta pública, con razón se puede sostener que no hay necesidad de expedir un decreto, pues este que solo podría decir lo mismo que la ley. Sin embargo, por otra parte, es posible argumentar que dentro del marco fijado por la ley el gobierno puede señalar que solo uno o dos de esos supuestos calificarían como oferta pública. En otras palabras, teniendo la facultad de calificar qué es oferta pública —dentro del marco de los supuestos fijados por la ley—, el gobierno como regulador podría señalar que solo las que se dirijan a personas no determinadas calificarían como tal, o también, que solo las que se dirijan a sectores relevantes tendrían tal carácter, o incluso, que solo las ofertas que se efectúen por medios masivos de comunicación serían públicas.

Lo anterior conduce a aceptar la necesidad de que el gobierno expida un decreto para que se califiquen los supuestos que configuran la noción de oferta pública. Sin embargo, tal conclusión que en principio habría parecido ser la más adecuada no deja de tener algunas dificultades. Piénsese en que el gobierno —independientemente de que se

regulación aplicable a las ofertas públicas, ii) sus modalidades y reglas aplicables y la revocabilidad de las ofertas, pero no la determinación de qué es oferta pública, ya que el gobierno no podrá calificar como tal casos diferentes a los señalados por la ley. Desde esta perspectiva, es claro que al definirse en la ley 964 qué es oferta pública, bien puede afirmarse que su consecuencia fue la derogatoria de la resolución 400 de 1995 en relación con los supuestos que allí definen lo que es oferta pública y por lo menos los que resultan contrarios a lo establecido por la ley, desde la fecha en que la mencionada ley entró en vigencia. Ver NÉSTOR FAGUA, “Oferta pública en el mercado de valores colombiano”, págs. 190, 191 y ss. La Superintendencia Financiera y quien ejerce la competencia de regulación al interior del gobierno nacional no comparten esta tesis. Prueba de ello es que al expedir el decr. 2555 de 2010 no se modificó ninguna disposición relacionada con el régimen de la oferta pública y continuaron conservando ciertos criterios que no coinciden con los supuestos que establece la ley 964 de 2005 en esta materia.

entienda útil o no— no considera una prioridad regular el tema, y en el estado actual de cosas nos encontraríamos ante una situación en la cual coexiste la ley 964 de 2005 junto al decreto actualmente vigente en materia de ofertas públicas, con la posibilidad de que este contenga supuestos que sean contrarios o adicionales a los que establece la ley 964 en materia de oferta pública.

El hecho de que la ley 964 de 2005 dé margen al gobierno, en su función de regulador, de señalar dentro de los supuestos que ella indica, cuáles calificarían como oferta pública, lleva a concluir que de acuerdo con la ley de intervención es necesario que el gobierno nacional expida la regulación correspondiente, sin perjuicio de que se entienda que los supuestos que están por fuera de los que indica la ley 964 son ilegales por contravenir una norma superior. Bajo tales circunstancias sería susceptible de demandarse su ilegalidad de acuerdo con los supuestos examinados. El análisis efectuado permite señalar que la ley 964 efectivamente definió qué es oferta pública y, por otra parte, la facultad que le ha sido atribuida al gobierno en esa materia, no le permite redefinir ni ampliar la noción introducida por la ley 964, por cuanto el ejercicio de la facultad de intervención del gobierno nacional en esta materia debe hacerse dentro de los supuestos que establece la letra b) del artículo 4º de la mencionada ley.

B) Los elementos de la noción de oferta pública

De acuerdo con la ley 964 son ofertas públicas: i) aquellas que se dirijan a personas no determinadas, ii) las que se dirijan a sectores o grupos de personas relevantes, o iii) que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores.

a) *Personas no determinadas.* Puede afirmarse que esta modalidad configura la noción clásica de la oferta pública en el ámbito del mercado de valores; se trata de los ofrecimientos efectuados al público en general, sin establecer limitación alguna en relación con la clase de personas a quienes se les dirige. En otras palabras, el emisor que formula la oferta de unos determinados valores no establece ninguna distinción, cualificación o caracterización respecto del universo de sujetos a los cuales se dirige y desde ese punto de vista las personas a quienes se ofrecen los valores son no determinadas.

b) *Sectores o grupos de personas relevantes.* Dentro de la noción de oferta pública de valores se admite también la posibilidad de que los destinatarios de la oferta no sean en sentido general personas no

determinadas. En tanto se admite que la misma pueda dirigirse a sectores o grupos, se está introduciendo el criterio de que una oferta pública de valores puede tener un sentido restringido, es decir, dentro del conjunto de personas no determinadas que por esencia constituye como objetivo la noción de oferta pública, la misma puede ofrecerse a un grupo o sector de inversionistas más reducido o, para decirlo en otros términos, cualificado, el cual como sector o grupo se pueda diferenciar de otros por sus características. Se trata entonces de la posibilidad de establecer ciertas características de las personas a quienes se les dirige la oferta, que por sus cualidades se asemejen a otros y por ello mismo diferenciarlos, de manera que como sector o grupo puedan identificarse claramente por sus similitudes y diferencias. La ley 964 al establecer que se debe tratar de sectores o grupos de personas relevantes, no introduce ningún criterio que de manera directa permita entender cuál es el alcance y significado de la expresión “relevantes” con que se califica a los sectores o grupos. Los antecedentes y exposición de motivos de la ley no precisan ningún referente en concreto sobre la utilización de esta expresión y menos aún sobre el alcance que podría tener. En el derecho comparado tampoco se encuentra ninguna referencia siquiera con algún grado de similitud, de manera que con ello se pueda explicar y entender las motivaciones y el alcance que se quería dar al agregar respecto de los sectores o grupos de personas la expresión “relevantes”¹⁷ como sustituto de la expresión “determinados”, que es la que de ordinario se utiliza en el derecho comparado junto con la mención de “sectores específicos”¹⁸.

Por tratarse de sectores o grupos es claro que se refiere a una categoría de oferta pública que puede ser entendida como la contraria a la oferta dirigida a personas no determinadas, y en la cual la voluntad de la sociedad emisora es selectiva en la medida en que efectúa una cualificación de las personas a quien dirige la oferta; así mismo, es una modalidad que permite y persigue limitar el universo al cual se focaliza un determinado ofrecimiento, y por supuesto una forma de precisar

¹⁷ No existe ninguna razón para pensar que lo que se considere “relevante” deba corresponder a un criterio sencillamente numérico, de manera que el esfuerzo desplegado por el legislador para encontrar la expresión más sugerente en esta materia, puede terminar —como muy probablemente sucederá— en la mención o repetición de un número.

¹⁸ En Argentina (ley 17.811, art. 16) y Venezuela (ley del mercado de capitales, art. 23) se hace referencia a los sectores o grupos de personas determinados, mientras que en Chile (ley 18.045, art. 4°) y República Dominicana (ley 19 de 200, art. 4°) se refiere a sectores específicos.

la clase de accionistas o inversionistas que se desea formen parte del emisor, aunque posteriormente en el mercado secundario no se pueda establecer limitaciones respecto de quien podría entrar a ser parte del conjunto de accionistas o inversionistas de una sociedad.

Sectores o grupos pueden ser los propios accionistas de una sociedad o un grupo de tales accionistas; sectores o grupos también son el conjunto de inversionistas institucionales o en general cualquier segmento de personas que tengan características comunes que permiten identificarlos como un conjunto. La expresión “relevante” que se adiciona a la de sectores o grupos de personas, aparentemente no agrega un elemento adicional a lo que pueda entenderse como sectores o grupos de personas. La expresión “relevante” significa que algo es sobresaliente, destacado, importante o significativo, de manera que desde este punto de vista la intención que se tuvo al agregar tal adjetivo pudo haberse orientado a señalar que la determinación de los sectores o grupos a los cuales se dirigiera una oferta pública de valores, deberían ser sectores plenamente determinados e identificados por sus características; sin embargo, si esa fue la intención no cabe duda de que no se utilizó la expresión adecuada.

Desde otro punto de vista el problema que se presenta con la calificación que se hace del sector o grupo es que no se llega a tener un entendimiento claro de que se pretendió; en efecto, entender el sector o grupo como sobresaliente, destacado, etc., en realidad resulta ser algo excesivamente expresivo cuando se piensa en que el ofrecimiento es de valores y que se hace en un mercado público; no puede entenderse, por ejemplo, que se trata de sectores o grupos relevantes económicamente hablando, o sectores o grupos destacados en el mercado de valores, o un sector o grupo sobresaliente de inversionistas o un sector o grupo importante, claramente porque la calificación resulta excesivamente subjetiva y en muchos casos sin que existan criterios de comparación para determinar la relevancia del sector o grupo de personas o inversionistas a quienes se les dirija la oferta.

Con todo, la expresión “relevante” probablemente no va ni puede ir más allá de la connotación de sectores o grupos determinados de personas, y sencillamente su alcance, interpretación y aplicación se decantará, entendiéndose que se trata del instrumento que permite señalar que la noción de oferta pública dentro del ámbito del mercado público de valores, en cuanto a los destinatarios de una oferta, está determinado por las peculiaridades y particularidades propias del mercado de valores. Para ilustrar esta afirmación, podría entenderse que una

oferta dirigida exclusivamente a los fondos de pensiones, no obstante que desde el punto de vista cuantitativo no calificaría como oferta pública —vista de acuerdo con los criterios del decreto 2555 de 2010—, podría calificarse como pública, si se considera que por el tamaño de estos fondos, por el volumen de operaciones que están en capacidad de desarrollar o por la liquidez que pueden aportar al mercado, constituyen un mecanismo indirecto de distribución de valores en el mercado. Sin embargo, el anterior ejemplo ilustra más que la amplitud, la vaguedad de este concepto y la necesidad de que este aspecto se regule con absoluta precisión y cuidado. Dentro de esta misma perspectiva cabe incluir las ofertas dirigidas a inversionistas institucionales, así como la distribución de una oferta de valores dentro de diferentes segmentos de inversionistas. Las consideraciones sobre la dinámica de un mercado de valores pueden resultar especialmente interesantes en relación con el alcance de lo que habría de entenderse como sectores “relevantes”, de manera que las diferentes categorías especiales que cabrían al amparo de esta denominación, podrían resultar definitivamente más importantes que las propias ofertas dirigidas a personas indeterminadas. Esto ratifica ciertamente la necesidad de precisar mediante la regulación, el alcance de los sectores “relevantes” y su dinámica frente al régimen de las ofertas públicas¹⁹.

c) *Medios masivos de comunicación*. Constituye otro de los modos en que se configura una oferta pública de valores. En este caso,

¹⁹ Podría plantearse que la formulación de una oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas profesionales (inversionistas institucionales), sea en el mercado principal o en el segundo mercado, es una clara manifestación y desarrollo de la ley 964 de 2005, en cuanto el lit. b) del art. 4º, señala que será pública la oferta dirigida a sectores relevantes. Sin embargo, esta posibilidad de interpretación choca con la realidad de ciertas colocaciones que podrían conducir a afirmar que los inversionistas profesionales, especialmente los inversionistas institucionales en realidad no cabrían dentro de dicha categoría, y que en los casos en que se dirigen ofertas a esa clase de inversionistas estaríamos ante ofertas de naturaleza privada. LÓPEZ PASCUAL y ROJO SUÁREZ, afirman que en algunos casos “[...] los inversores objetivo de la emisión puede ser un colectivo reducido o puede darse el caso de que ese colectivo, a su vez esté dotado de amplia experiencia y profesionalidad en los mercados financieros. / Entonces ya no hablamos de oferta pública de valores propiamente dicha, sino que estamos hablando de colocaciones privadas [...] podemos diferenciar dos escenarios en la colocación privada: a) emisión dirigida a inversionistas profesionales. Como inversionistas profesionales podemos entender inversionistas institucionales, como fondos de inversión, compañías de seguros, fondos de pensiones, etc. De esta forma, los nuevos valores van destinados a agentes que, por sus características concretas, no precisarán tanta información como podría precisar un inversor individual [...]” JOAQUÍN LÓPEZ y JAVIER ROJO SUÁREZ, *Los mercados de valores, organización y funcionamiento*, Madrid, Pirámide, 2004, pág. 77.

independientemente de que se trate de una oferta dirigida a personas no determinadas, a cien o más personas, accionistas de la sociedad en un número inferior a quinientos, e incluso a una sola persona, es suficiente para que se considere oferta pública el ofrecimiento que se haga por algún medio de comunicación masiva. La efectividad del medio no es un presupuesto que interese a la noción de oferta pública, si está dentro de lo que se considera como un medio de comunicación masiva. Siempre que se utilice para ofrecer valores será una oferta pública. Caben dentro de esta noción la radio, televisión, periódicos, revistas, internet²⁰, comunicaciones masivas telefónicas o por otros medios aptos para convocar masivamente la participación en una oferta de valores.

C) Decreto 2555 de 2010

En relación con el concepto de oferta pública y sus diversas modalidades, el decreto 2555 al reproducir en lo correspondiente a la resolución 400 de 1995, sintetiza en cierta manera las modificaciones que fue sufriendo el concepto de oferta pública desde la expedición de la ley 32 de 1979 y las primeras resoluciones de la Sala General de la Comisión Nacional de Valores. Para precisar el punto, y en la medida en que el decreto 2555 de 2010 simplemente copió o reprodujo la resolución 400, no ha habido en la práctica ninguna modificación de la regulación sobre oferta pública, no obstante que allí no se incluye ni desarrolla

²⁰ La colocación de valores y la difusión de valores mediante Internet es un aspecto que ha sido objeto de diversas discusiones, en especial si cabe asociarla o no con la oferta pública. Sin duda es un aspecto de especial interés para la noción de oferta pública. Su uso e incluso la potencialidad de que pueda ser utilizado como instrumento para la publicidad, ofrecimiento y la colocación de valores, debería ser objeto de regulación, entre otros, por la potencialidad que existe de que pueda ser usado por emisores de valores extranjeros o de emisores locales en relación con inversionistas que pueden estar fuera de nuestro territorio. En la legislación de Costa Rica, en el reglamento sobre oferta pública de valores (*Gaceta* 187 de 27 de septiembre de 1999), se considera oferta pública el ofrecimiento de valores a través de Internet (art. 3º) y se considera como exclusión (art. 4º), “La oferta de valores de emisores extranjeros que se realice por medio de sitios de internet, siempre y cuando el emisor o intermediario haya establecido claramente que tal oferta no se dirige al mercado costarricense y haya tomado medidas razonables para evitar la compra de los valores en el territorio costarricense o por costarricenses”. Igualmente, “La oferta de valores de emisores nacionales emitidos de conformidad con leyes extranjeras, que se realice por medio de sitios de Internet, siempre y cuando el emisor o intermediario además de las condiciones contenidas en el inciso anterior haya establecido sistemas de clave de acceso o similares a su sitio con el propósito de evitar el acceso por personas domiciliadas en Costa Rica o costarricenses”.

ninguno de los criterios que adopta la ley 964 de 2005. Este aspecto requiere una reflexión mucho más profunda: el problema de fondo es la valoración del esquema reproducido en relación con los elementos que configuran la oferta pública de acuerdo con la ley 964. Téngase en cuenta que con fundamento en la letra b) del artículo 4º el gobierno tiene competencia para expedir normas sobre ofertas públicas, sus diversas modalidades, las reglas aplicables, y su revocabilidad, con la expresa advertencia de que en ejercicio de las facultades de regulación solo se podrá calificar como ofertas públicas i) aquellas que se dirijan a personas no determinadas ii) o a sectores o grupos de personas relevantes, o iii) que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores. El artículo 6.1.1.1 del decreto 2555 de 2010 define la oferta pública sin tener consideración del contenido de la ley 964, al punto que continúa haciendo referencia a documentos emitidos en serie o en masa y no a valores como corresponde a una de las características de nuestra legislación y sin tener en cuenta la noción de sectores o grupos de personas relevantes como parte de la noción de oferta pública. Este elemento es ignorado por completo y la norma mencionada se limita exclusivamente a establecer como criterio para determinar si una oferta tiene el carácter de pública o no, un número determinado de personas: 100 o más de 500 si son accionistas de una sociedad.

4. OFERTA PRIVADA Y OFERTA PÚBLICA

La utilidad del régimen general de la oferta (Código de Comercio) en relación con la noción de oferta privada y pública en el mercado de valores, se concreta en la determinación de los elementos de la oferta y en su carácter vinculante y obligatorio respecto de quien la ha formulado. Los demás aspectos propios de la noción de la oferta pública corresponden a los desarrollos y a las particularidades propias del ordenamiento legal del mercado de valores. Las normas del mercado de valores no se ocupan de la oferta privada y en este sentido todo aquello que no sea parte del ámbito de la oferta pública será oferta privada.

La importancia del concepto de oferta pública se evidencia no solo por los elementos que la definen, sino porque la formulación de un ofrecimiento de esta naturaleza tiene espacios propios, supone para el oferente el cumplimiento de una serie de formalidades y requisitos y la obtención de la autorización (previa o bajo el régimen de autorización general) del gobierno nacional para que esta se pueda efectuar,

así como unas normas de conducta para el oferente que se extienden en el tiempo más allá de la fecha en que se efectuó la oferta y que permanecen como obligatorias en tanto el oferente (sociedad o vehículo emisor) continúe haciendo parte del mercado de valores, tales como ciertas reglas especiales respecto del régimen de sociedades²¹, reglas propias del mercado de valores²² y la obligación permanente de suministrar información a los inversionistas y el mercado de valores en general²³. Por otra parte, la división entre oferta privada y oferta pública determina ciertas obligaciones, asociadas de ordinario con el caudal de información que el emisor oferente debe entregar a los destinatarios de la oferta (inversionistas). Mientras que en una oferta privada, por regla general no existe la obligación legal de suministrar información, ni sujetarse a mínimos o a ciertos estándares como condición previa para efectuar la oferta, en contraste, en una oferta pública no solo existen unos volúmenes y estándares mínimos de información, sino que además su presentación tiene cierto grado de formalidad en cuanto a su contenido y la oportunidad en que debe ser entregada.

La autorización como requisito de procedibilidad para realizar la oferta es otro aspecto de especial importancia. Siempre que un ofrecimiento de valores debe hacerse mediante oferta pública, de acuerdo con el régimen del mercado de valores se requiere de una autorización

²¹ Dentro de estas reglas pueden mencionarse la regla en materia de decisiones de sociedades inscritas en el RNVE, en virtud de la cual opera la regla de mayoría simple, con excepción de las previstas para distribución de utilidades (art. 155), emisiones sin sujeción al derecho de preferencia (art. 420 num. 5) y pago de dividendos en especie (art. 455).

²² Dentro de las reglas específicas del mercado de valores, tratándose de ofertas públicas y sociedades emisoras de valores, se pueden citar, entre otras, las reglas previstas en materia de ofertas públicas que establece la ley 964, especialmente en el art. 41, en relación con el plazo de la oferta y la determinación del precio de colocación de acciones, el régimen de oferta pública en el mercado secundario, especialmente en materia de ofertas públicas de adquisición, ofertas de democratización y ofertas de desliste, y la realización de ofertas públicas por la colocación de valores mediante el sistema de registro en el libro (*book building*). Así mismo, las reglas aplicables a las sociedades emisoras de valores en materia de juntas directivas, comité de auditoría, responsabilidades de los administradores en relación con la certificación de los estados financieros y revelación de información al mercado público de valores, previstas en los arts. 38 y siguientes de la ley 964.

²³ Las reglas y principios en materia de información de los emisores de valores se han desarrollado especialmente en el decr. 3139 de 2006, hoy decr. 2555 de 2010, en el cual se establece a partir de la ley 964, el desarrollo normativo del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV).

previa a cargo del gobierno (Superintendencia Financiera), bien porque esta se dé para cada caso en particular, o porque se haya hecho bajo un régimen de autorización general, en virtud del cual se entiende que el cumplimiento de una serie de reglas y requisitos mínimos por parte del emisor oferente sustituye la autorización previa y particular o, porque el emisor de valores haya optado por desarrollar un programa de emisión de valores, caso en el cual se estructura una modalidad particular de autorización automática de la oferta, que se soporta en el hecho de que el emisor ha cumplido de manera previa con los requisitos de información que se requieren²⁴. La reserva que hace la ley respecto de la autorización de las ofertas públicas, se concreta en un proceso de revisión minucioso sobre la cantidad y la calidad de la información que debe entregarse a sus destinatarios, aunque es claro que normalmente la propia ley señala una exclusión de la responsabilidad²⁵ por la autorización que imparte la entidad que está encargada de ello dentro de la estructura de la organización estatal.

La formulación de una oferta pública en el contexto del mercado de valores constituye un proceso reglado y formal; ordinariamente no existen aspectos que se escapen a la voluntad del regulador o que se dejen al azar o simplemente a la definición del emisor oferente. En contraste, la formulación de ofertas privadas dentro del mercado público desde el punto de vista de su forma no es objeto de reglamentación. En otros términos, normalmente la ley no se ocupa de señalar requisitos o formalidades que se deban cumplir y menos aún la necesidad de contar con autorización estatal previa a la formulación de la oferta como si ocurre respecto de la oferta pública. Excepcionalmente, la ley toca las ofertas privadas²⁶ o la celebración de ciertas operaciones de compra

²⁴ En este caso, el art. 6.3.1.1.1 del decr. 2555 de 2010, permite la estructuración de programas de emisión y colocación, que consiste en una modalidad mediante la cual un mismo emisor de valores estructura con cargo a un cupo global, la realización de varias emisiones, de uno o más valores, mediante oferta pública, durante un término establecido. Esta modalidad corresponde a la figura del *shelf registration* del mercado de valores de Estados Unidos.

²⁵ Al respecto, el ordenamiento colombiano señala en diversos apartes las menciones que deben incluirse en los prospectos de información y avisos de oferta pública, en los cuales se incluyen la obligación de incorporar en los prospectos de información cláusulas en relación con la veracidad y el suministro de información. El parg. 3° del art. 7° de la ley 964, expresamente señala que la responsabilidad por la veracidad de la información que repose en el SIMEV, así como los efectos que se produzcan como consecuencia de su divulgación serán de exclusiva responsabilidad de quienes la suministren al sistema.

²⁶ Tratándose de ofertas privadas de bonos, la circular básica jurídica de la Superintendencia Financiera, menciona algunas obligaciones en cabeza de las instituciones

y venta de acciones, cuando se trata de transacciones efectuadas con acciones listadas en bolsa, y establece respecto de estas ciertas reglas cuya justificación surge por otras razones, tales como la transparencia del mercado de valores, la protección de los derechos de los inversionistas y en algunos casos su misma validez; en este caso se trata de operaciones en cuyo proceso de formación no media una oferta pública, pero las cuales sí afectan el mercado público de valores (MPV)²⁷.

5. OFERTA PÚBLICA EN EL MERCADO DE VALORES

Una precisión que es necesario hacer es que la noción de oferta pública prevista en el artículo 6.1.1.1.1 del decreto 2555 de 2010 es una definición general que se aplica tanto para el mercado primario como para el mercado secundario. En el mercado primario la oferta pública está asociada al proceso de creación, emisión y colocación de valores, mientras que en el mercado secundario la noción de oferta pública tiene relevancia respecto de la negociación de valores entre los diferentes inversionistas.

Como ya se dijo, a la fecha de la promulgación de la ley 964 el concepto vigente de oferta pública de valores en Colombia correspondía a la definición contenida en el artículo 1.2.1.1 de la resolución 400 de 1995²⁸. El texto de esta disposición fue reproducido y de esa manera

financieras vigiladas, la cual incluye para ofertas privadas, la obligación del prospecto de información sujeta a los requisitos que se prevén para emisiones mediante ofertas públicas.

²⁷ Se trata, por ejemplo, de ciertas operaciones como las compraventas de acciones listadas en bolsa que por razones de su cuantía no es obligatorio celebrarlas en bolsa, colocación de acciones mediante oferta privada, e incluso las llamadas operaciones preacordadas, en las cuales el deber fundamental de las partes está asociado con el de información al mercado.

²⁸ La disposición citada señala: “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. / No se considerará pública la oferta 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. / Tampoco se entenderá como pública la oferta 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

reexpedido por el artículo 6.1.1.1.1. del decreto 2555 de 2010, que posteriormente fue adicionado por el decreto 767 de 2016. Si se acepta la tesis, según la cual, con la expedición de la mencionada ley quedaba derogado tácitamente el contenido de la resolución 400 en este sentido, la oferta pública en el mercado primario comprendería exclusivamente los casos que menciona la ley 964 de 2005. Sin embargo, esta no fue la tesis que se acogió y en consecuencia siguió aplicándose la resolución 400 de 1995, sin hacer ninguna consideración al respecto.

Al expedirse el decreto 2555 de 2010 debemos entender que la inclusión de las normas relacionadas con ofertas públicas significó el ejercicio de las facultades de intervención del gobierno en relación con la oferta pública.

En este sentido, se considera como oferta pública de valores las siguientes situaciones, cuando tienen la finalidad de suscribir, enajenar o adquirir valores, cuando esta se dirige a i) personas no determinadas o a ii) cien o más personas determinadas.

Los demás aspectos que desarrolla el artículo 6.1.1.1.1 básicamente establecen algunas reglas en las cuales se precisa ciertos casos en los cuales se considera que ciertas ofertas no tienen la calidad de públicas, tales como: i) la oferta 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 sus destinatarios; ii) la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a los accionistas de una sociedad; iii) 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, y iv) la que realice una sociedad cuyas acciones no se encuentren listadas en el RNVE y sea ofrecida a sus trabajadores y los miembros de la junta directiva, siempre y cuando forme parte de un

tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida. Las ofertas que a la vez tengan por destinatarios a las personas indicadas en el inciso segundo de este artículo y a cien o más personas determinadas serán públicas. *Parágrafo.*—Cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de premercadeo 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 solo podrá efectuarse con observancia de las normas que al efecto se establecen en esta resolución”.

programa de compensación y beneficios, y en el caso de los trabajadores conste en el contrato de trabajo. Este supuesto cabe igualmente tratándose de sociedades vinculadas a la sociedad empleadora, siempre y cuando tenga domicilio en Colombia. Además, la norma expresamente considera que constituye oferta pública la que se haga a accionistas de una sociedad en un número inferior a quinientas y a cien o más personas determinadas, y cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con fundamento en una labor de premercado realizada entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas²⁹.

Como queda expuesto, en algunos casos existe una coincidencia entre ciertos elementos que establece la ley 964 con los del decreto 2555. La ley y el decreto mencionan como criterio general las ofertas que se dirijan a personas no determinadas (indeterminados), pero más

²⁹ CARLOS BERTRAN afirma que el criterio más elemental para determinar cuándo nos encontramos ante una oferta pública es el cuantitativo, esto es, el número de destinatarios. Si fueran indeterminados los destinatarios no hay duda de que nos encontramos ante una oferta pública. Al respecto afirma: “[...] incluso cuando los destinatarios estuvieran determinados, habría que poner límites, pues es indudable que una oferta a un gran número de destinatarios sería una oferta pública. El problema está en fijar cuál debe ser el número máximo de destinatarios que determine que una oferta pase de privada a pública: veinticinco, cincuenta, cien, mil, diez mil inversores. En el fondo cualquier cifra es caprichosa. Así lo entendió la jurisprudencia americana en su famosa sentencia en el caso *SEC v. Ralston Purina Co.* de 1953, donde estableció que a la hora de calificar una oferta como pública es indiferente el número de destinatarios, «de dos al infinito». Lo importante para la jurisprudencia americana no es tanto el número de destinatarios, aunque obviamente es un factor a considerar, como las características de los mismos y las circunstancias de la oferta. En este sentido, para determinar cuándo se está ante una oferta pública o ante una colocación privada exenta de registro por virtud de la sección 4(2) de la *securities Act* de 1933, la SEC aplica tradicionalmente cinco criterios: a) el tipo de destinatarios involucrados, incluyendo su capacidad de soportar el riesgo económico de la inversión y su grado de sofisticación como inversionistas; b) el número de destinatarios; c) la ausencia de publicidad; d) el acceso de los potenciales inversionistas a la información relevante del emisor, y e) las restricciones a la reventa de valores. En Estados Unidos permanen por tanto los criterios cualitativos sobre los cuantitativos a la hora de calificar una oferta como pública”. Países como Italia, Francia, Portugal siguen criterios cualitativos. Desde el punto de vista comunitario se sigue un enfoque en el cual se prescinde de la calificación de una oferta como pública o privada, es decir lo importante no es si es lo uno o lo otro, sino si se beneficia o no de alguna excepción del deber de publicar el prospecto de información. Por el contrario en Inglaterra se parte del supuesto de que hay oferta pública cuando los destinatarios de la misma son más de cincuenta personas. CARLOS BERTRAN DE LUIS, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores negociables. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Civitas, 1998, pág. 217.

allá de eso los otros criterios no guardan semejanza. Los sectores o grupos “relevantes” no corresponden al criterio cuantitativo que asume el decreto 2555, por cuanto se continuó definiendo sectores o grupos bajo el principio de que se trata de cien o más personas. Recuérdese que la ley 964 lo plantea a través de la expresión *relevante*³⁰, que debería ser objeto de definición para establecer su alcance y utilidad, ya que dicho criterio no solo no se ha considerado sino que actualmente no tiene ninguna aplicación. Sobre los otros criterios que expone el decreto 2555, siguiendo ciertos criterios normativos desarrollados con fundamento en la ley 32 de 1979, no se considera como oferta pública los ofrecimientos dirigidos a un número de accionistas de una sociedad inferior a quinientos³¹, independientemente de que esté inscrita o no en bolsa, lo cual no tiene ningún fundamento. En realidad, no hay razón para considerar que en este caso tanto el grupo de destinatarios inferior a quinientos como los demás accionistas o potenciales inversionistas en el mercado secundario no requieren información, cuando en otros casos, concretamente cuando la oferta se dirige a un número igual o superior a cien, sí se requiere de oferta pública y por supuesto de información.

Por otra parte, el decreto 2555 tampoco desarrolla o menciona las ofertas que se hagan por medios de comunicación masiva como parte del régimen de la oferta pública, cuando es claro de acuerdo con la ley 964 que este es uno de los supuestos que define el régimen de las ofertas públicas de valores.

³⁰ Los accionistas de una sociedad —considerados como grupo— claramente podrían considerarse bajo el calificativo de un sector o grupo relevante por cuanto tratándose de una oferta que se dirige a los accionistas de una sociedad no se está frente a personas no determinadas (salvo que se entienda que la indeterminación corresponde a personas no identificadas y de acuerdo con esto, se considere que una oferta dirigida a los accionistas sea una oferta dirigida a personas determinadas porque se trata exclusivamente de los accionistas y solo ellos tienen tal condición), sino en realidad a un sector o grupo relevante en función de sus intereses frente a la sociedad emisora, los demás accionistas e inversionistas en el mercado de valores.

³¹ El criterio de quinientos accionistas como factor para determinar si se está ante una oferta pública o no, realmente sobra si se examina desde la perspectiva de la regla de las cien o más personas determinadas, principalmente porque no hay razón para creer que cuando el número es mayor de cien pero inferior a quinientos accionistas, los destinatarios, por ser accionistas no requieren de la tutela de la información que si exige para otra clase de inversionistas. Lo mismo puede decirse de la hipótesis que desarrolla el último párrafo del art. 6.1.1.1.1 del decr. 2555 de 2010, el cual al ser una combinación de supuestos y tener dentro de ellos a un grupo mayor de cien personas, es claro que se trata de una oferta pública.

A) *La oferta pública de valores en el mercado primario*

De manera general la función de la oferta de valores se concreta en la emisión, suscripción y colocación de tales instrumentos o en su negociación³². Dicho de otra manera, la materialización de la oferta es lo que permite que se ejecute todo el procedimiento de suscripción y colocación de valores y en consecuencia el proceso de inversión, en el cual, además de los emisores y los inversionistas participan de diversas maneras diferentes agentes del mercado, desde las sociedades calificadoras de valores, colocadores, *underwriters*, depósitos de valores, administradores de emisiones, representantes de los inversionistas y banqueros de inversión³³. La oferta pública como tal constituye el acto

³² Así lo establece el art. 5.2.1.1.1 del decr. 2555 de 2010, el cual señala que los emisores “[...] que deseen realizar una oferta pública de sus valores o que los mismos se negocien en un sistema de negociación, deberán inscribirse junto con la emisión o emisiones del respectivo valor o valores en el RNVE”.

³³ En relación con las ofertas, DE CARLOS BERTRAN señala que “La regulación de las ofertas de suscripción y venta de valores tiene por objeto proteger a los ahorradores y asegurar que se pone a su disposición información suficiente para que pueda formarse un juicio fundado sobre la inversión que se les propone [...]”. Igualmente señala que “la distinción entre unas y otras es sencilla: en las ofertas de compra, el oferente propone a los destinatarios la adquisición de valores de propiedad de estos últimos, ofreciéndoles a cambio dinero, otros valores (en cuyo caso también se denominan ofertas de canje o permuta) o una contraprestación mixta. En las ofertas de venta, la oferta supone una propuesta del oferente a los destinatarios para la venta de valores de propiedad del primero. Finalmente, en las ofertas de suscripción, la oferta implica una propuesta del emisor para la suscripción de valores objeto de la misma. Sin embargo, entre las ofertas de venta y las ofertas de suscripción existe una identidad de razón que permite tratar conjuntamente ambas modalidades. En efecto, tanto en un caso como en el otro, se produce una apelación al ahorro de los destinatarios a los que se les propone la realización de una inversión en valores negociables, siendo irrelevante a estos efectos el que sean valores de nueva emisión (ofertas de suscripción) o valores en circulación (oferta de venta). CARLOS BERTRAN DE LUIS, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción...*, *op. cit.*, págs. 209 y 36.

Las *Initial Public Offering* (IPO), son la forma como se identifica en el mercado de valores internacional las ofertas iniciales y venta de acciones que una sociedad hace por primera vez al público, y de esa manera la migración de una sociedad del mercado privado al mercado de valores. Sobre las ofertas públicas de acciones SUSANA ÁLVAREZ OTERO señala que “Las ofertas públicas de venta (OPV) consisten en la emisión de acciones procedentes de antiguos accionistas o de una ampliación de capital realizadas por empresas que pretenden estar presentes en los mercados de valores. Aunque las OPV pueden ser utilizadas para diversos fines, su efecto inmediato es siempre el mismo, esto es, la expansión de la base accionarial de la sociedad. En este sentido la OPV supone, de tener éxito, la difusión o dispersión del accionariado ya que se convierten en

de referencia mediante el cual se establece una relación bilateral obligacional del llamado a la inversión entre el emisor y los inversionistas. La formulación de la oferta marca un hito porque a partir del momento en que se comunique, los destinatarios de la oferta pueden hacer valer sus derechos: aceptar el ofrecimiento hecho y vincularse desde el punto de vista obligacional por medio del perfeccionamiento del contrato de suscripción y con ello adquirir el derecho a la suscripción y entrega de ciertos valores por parte de la sociedad emisora y a obligarse con el pago en los términos de la oferta y el reglamento de suscripción³⁴. Tratándose de valores que habrán de negociarse en el mercado de valores, la noción de oferta pública siempre será indispensable, y en este sentido su colocación —siempre que quepa dentro de los supuestos que la definen como pública— requerirá la previa autorización del gobierno (particular o bajo un régimen de autorización general), o si se trata de su negociación secundaria en sistemas transaccionales igualmente porque el ofrecimiento que allí se hace tiene la connotación de oferta pública³⁵.

De acuerdo con estos presupuestos, el entendimiento de la naturaleza de la oferta pública no puede reducirse a la de ser un acto. En realidad es un proceso mediante el cual se desarrolla una técnica que tiene la finalidad de hacer la colocación de valores en el mercado. Por su naturaleza presenta una serie de complejidades y requisitos que están ligados a la condición del emisor y a la de los destinatarios de la oferta: supone el cumplimiento de un conjunto de requisitos, especialmente de información, y la articulación de otros actores que en cierto sentido

propietarios de las acciones un número más o menos amplio de personas pero siempre superior al que integraba la sociedad antes de proceder a la OPV, salvo fracaso total de la oferta. La primera OPV de la empresa en el mercado de valores recibe el nombre de Oferta Pública Inicial (OPI) y constituye un mecanismo de salida a bolsa”. SUSANA ÁLVAREZ OTERO, *La valoración de las ofertas públicas iniciales*, Oviedo, Universidad de Oviedo, 2000, pág. 13.

³⁴ El art. 384 del C. de Co. define el contrato de suscripción de acciones como aquel “[...] por el cual una persona se obliga a pagar un aporte a la sociedad de acuerdo con el reglamento respectivo y a someterse a sus estatutos. A su vez, la compañía se obliga a reconocer la calidad de accionista y a entregarle el título correspondiente.

³⁵ Recuérdese que el art. 6.15.1.1.1 del decr. 2555 de 2010 señala que “Se entiende autorizada la oferta pública de valores en el mercado secundario que se realice con sujeción a lo dispuesto en el presente Libro. / Las ofertas públicas en el mercado secundario deberán dirigirse a personas no determinadas y no podrán formularse estableciendo condiciones adicionales para su aceptación diferentes de las usuales del negocio jurídico que se pretende celebrar. En tal sentido no se podrá establecer la exigencia para quien acepte la oferta de que lo haga por una cantidad mínima o máxima de valores”.

son necesarios para el éxito de la oferta, tales como los colocadores profesionales. En esta perspectiva, el proceso de emisión y colocación de valores en el mercado primario mediante oferta pública puede desarrollarse por tres modalidades o procedimientos³⁶: el primero, corresponde al que puede denominarse ordinario o convencional, el cual, independientemente de los valores que se pretende colocar, se rige por las normas generales del Código de Comercio, el decreto 2555 de 2010 y tratándose de acciones, además, por el artículo 41 de la ley 964 de 2005. El segundo, corresponde a la colocación de valores mediante el procedimiento de formación del libro (*book building*), y el tercero, a la colocación de valores por medio de una subasta (martillo). En las tres técnicas el proceso de la oferta pública parte de presupuestos, razones y objetivos similares, pero su desarrollo involucra diferentes procedimientos.

El artículo 5.2.1.1.1 del decreto 2555 de 2010 prevé los casos de inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE). Para destacar la importancia de este aspecto, basta señalar que cualquier emisor, emisión o valor que pretenda formar parte del mercado de valores, necesariamente debe ingresar por el RNVE³⁷.

³⁶ Aunque lo usual es que en las ofertas públicas en el mercado primario se emitan y colocan valores nuevos precisamente por formar parte del mercado primario, en el cual las partes involucradas son el emisor de los valores y el suscriptor o inversionista de la nueva emisión, conforme lo prescribe el art. 6.1.1.1.6 del decr. 2555 de 2010, es posible efectuar ofertas públicas simultáneas de acciones en los mercados primarios y secundarios, de manera que como parte de un proceso de colocación de valores mediante una oferta pública en el mercado primario, se puede integrar a la misma operación y ser parte de la colocación valores ya emitidos y en circulación en el mercado secundario. La norma dispone: “En las ofertas públicas de acciones y bonos convertibles en acciones en el mercado primario, se podrá integrar la posibilidad de adicionar como parte de la oferta valores ya emitidos de la misma especie inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, RNVE. Dicha posibilidad debe quedar claramente expresada y determinada en el prospecto de información y en ningún caso podrán constituir un porcentaje superior al veinticinco por ciento (25%) del total de la emisión de que se trate. / Cuando existan titulares de los valores interesados en vender que superen el porcentaje previsto en el inciso anterior, se definirá a prorrata la porción que cada accionista puede llegar a vender. Los accionistas podrán optar por no participar en la oferta, evento en el cual se incrementará proporcionalmente la porción que pueden llegar a vender los demás titulares interesados. / Lo dispuesto en el presente artículo se aplicará sin perjuicio del cumplimiento del régimen de ofertas públicas de adquisición por parte de los inversionistas”.

³⁷ En Estados Unidos, de acuerdo con la *Securities Act* de 1933, sección 5, se establece que ningún valor puede ser ofrecido o vendido al público si no ha sido registrado previamente en la *Securities Exchange Commission* (SEC). Este registro (*registration*

De esta manera, cualquier emisor que proyecte realizar una oferta pública de sus valores o que los mismos se negocien en un sistema de negociación³⁸, deberán inscribirse junto con la emisión o emisiones del respectivo valor o valores en dicho registro. La razón por la cual la realización de una oferta pública requiere de la inscripción mencionada se origina en el hecho de que el RNVE como parte del SIMEV, es el eje y centro del sistema de información del mercado de valores; en la medida en que la oferta constituye un ofrecimiento de valores, un llamado a la inversión de recursos que hacen parte del ahorro público, la información de las condiciones del emisor, del valor y la emisión resultan ser absolutamente necesarios para el conocimiento del público y la decisión de inversión. Los requisitos de inscripción en el RNVE como parte del proceso de una oferta pública tiene la finalidad de lograr, de una manera ordenada, que exista la información y conocimiento necesario para los inversionistas y el mercado³⁹.

statement) consta de dos partes: el prospecto de información dirigido a los inversionistas y la parte II, que contiene información que se puede consultar en los registros de la SEC. Ver MANUEL LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Thompson - Civitas, 2003, pág. 67.

³⁸ La salida a bolsa es una decisión relevante en el ciclo de vida de la empresa, por lo que es importante considerar todas las consecuencias que comprende la negociación bursátil para la sociedad cotizada, relativas a la aportación de fondos que le proporciona el mercado de valores, al refuerzo de su reputación e imagen, a la garantía de transparencia y solvencia que representa el cumplimiento de los requisitos de admisión al mercado, el acceso a una gran comunidad inversionista y a la valoración objetiva que la bolsa otorga, teniendo en cuenta asimismo que la admisión a cotización implica costes para la empresa y que es necesario elegir el momento oportuno para comenzar a cotizar. Ver SUSANA ÁLVAREZ OTERO, *La valoración de las ofertas públicas iniciales...*, *op. cit.*, pág. 14.

³⁹ Tanto la ley 964 de 2005 como el decreto 2555 de 2010 son particularmente insistentes en la obligación de incluir en el prospecto de información la advertencia de que la inscripción en el RNVE y la autorización de la oferta pública no implican certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor. El parg. 4º del art. 7º de la ley 964 de 2005 dispone expresamente que “La inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores no implicará calificación ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia de Valores acerca de las personas naturales o jurídicas inscritas ni sobre el precio, la bondad o la negociabilidad del valor, o de la respectiva emisión, ni sobre la solvencia del emisor”. Así mismo, el art. 6.15.3.1.8, num. 14, del decr. 2555 de 2010, establece la obligación de incluir la siguiente advertencia destacada en la primera página del folleto: “Se considera indispensable la lectura tanto de este folleto como del cuadernillo de ventas, para que los potenciales inversionistas puedan evaluar adecuadamente la conveniencia de la inversión”.

a) *Requisitos de la oferta pública.* Como se ha advertido, la oferta pública debe verse como un proceso, el cual está articulado por el cumplimiento de una serie de requisitos de orden corporativo y de documentación ante las autoridades administrativas. Los requerimientos que deben cumplirse de acuerdo con la regulación pueden agruparse en tres categorías: i) documentos de inscripción en el RNVE; ii) prospecto de información, y iii) requisitos especiales de la oferta pública en el mercado primario. A continuación se examinarán cada una de ellas:

a') *Inscripción en el RNVE.* Se requiere presentar una solicitud ante la Superintendencia Financiera suscrita por el representante legal del emisor, junto con un conjunto de documentos e información⁴⁰. La documentación está relacionada con ciertos aspectos de la emisión, tales como el reglamento de emisión y colocación de los valores, las autorizaciones de los órganos societarios competentes, si se trata de

⁴⁰ El art. 5.2.1.1.3 del decr. 2555 de 2010, establece los requisitos de inscripción en el RNVE de la siguiente manera: sin perjuicio de los requisitos previstos de manera especial para cada valor o para ciertos emisores: a) formulario de inscripción, según el formato establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia; b) cuando se trate de títulos diferentes a las acciones, reglamento de emisión y colocación y copia del acta de la reunión del órgano competente, de acuerdo con los estatutos sociales, que los aprobó; c) cuando se trate de acciones, copia del acta de la asamblea general de accionistas donde conste la decisión de inscripción. La decisión de inscripción de acciones deberá adoptarse por la asamblea general de accionistas con el quórum y las mayorías establecidas en la ley o los estatutos sociales para las reformas estatutarias; d) dos ejemplares del prospecto de información; e) facsímil del respectivo valor o modelo del mismo; f) cuando el emisor sea una entidad pública, copia de los conceptos y autorizaciones expedidos con el fin de dar cumplimiento a lo dispuesto en el párr. 2º del art. 41 de la ley 80 de 1993 y en el art. 22 del decr. 2681 de 1993 o a las normas que lo modifiquen o sustituyan; g) certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora, expedido por la entidad competente, el cual no deberá tener una fecha de expedición superior a tres meses. No obstante, cuando se trate de entidades nacionales de creación constitucional o legal solo será necesario acreditar su representación legal; h) cuando los títulos estén denominados en moneda diferente al peso colombiano, copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales; i) cuando el emisor sea una entidad que se encuentre en etapa preoperativa o que tenga menos de dos años de haber iniciado operaciones, se deberá acompañar a la solicitud de inscripción el estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado; j) los documentos en que conste el otorgamiento y perfeccionamiento de las garantías especiales constituidas para respaldar la emisión, si las hubiere; k) copia de los estatutos sociales; l) tratándose de procesos de privatización, copia del programa de enajenación y del acto mediante el cual se aprobó; m) constancia sobre las personas que ejercen la revisoría fiscal en la sociedad emisora; n) calificación de la emisión, cuando sea el caso, y o) los demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

acciones el acta en la cual consta la autorización de la asamblea de accionistas para efectuar el registro, documentos sobre la existencia y representación legal, estatutos del emisor, información sobre el revisor fiscal, calificación de la emisión cuando sea del caso, y adicionalmente ciertos requisitos de información dependiendo de las características de la emisión, tales como garantías y el cumplimiento del régimen cambiario cuando haya lugar a ello, y por supuesto, copia del prospecto de información.

b') *Prospecto de información.* Puede ser considerado como el requisito más importante dentro del trámite de autorización de la oferta pública. El contenido desarrolla los datos del emisor, del valor y de la emisión, de manera que constituye el documento en el cual constan de manera precisa y detallada todas las particularidades y características de la oferta que se pretende realizar. El objetivo, tal y como lo señala la regulación, es el de lograr compilar toda la información que se considera debe ser del conocimiento de los inversionistas⁴¹. El artículo 5.2.1.1.4 define el prospecto de información señalando que “[...] es el documento que contiene los datos del emisor, del valor y de la emisión, necesarios para el cabal conocimiento de los mismos por parte de los inversionistas”. De acuerdo con esta definición y la clase de información que debe contener, las características del prospecto de información se pueden sintetizar de la siguiente manera: i) obligatoriedad en relación con cualquier oferta pública, que incluye los valores que se negocien en el mercado de valores⁴²; ii) el contenido mínimo está determinado por

⁴¹ El art. 5.2.1.1.4 del decr. 2555 de 2010 se ocupa del prospecto de información. La norma establece una serie de requisitos mínimos que debe contener, tales como las condiciones y características del valor y de la oferta, autorizaciones recibidas para el efecto, la descripción clara, completa, precisa, objetiva y verificable de las condiciones del emisor en sus aspectos de organización, reseña histórica, información financiera, expectativas, riesgos, proyectos futuros y destinación de los recursos. Resulta interesante observar que mediante esta norma se atribuye competencia a la Superintendencia Financiera para determinar el contenido del prospecto de información, lo cual de conformidad con la ley 964 de 2005 es atribución que corresponde al gobierno en sus funciones de intervención en la actividad del mercado de valores en relación con la oferta pública; el art. 4º lit. b) de la ley citada establece expresamente la potestad en cabeza del gobierno para expedir normas sobre ofertas públicas, lo cual, como facultad de intervención del regulador no parece desde el punto de vista legal ser delegable en la autoridad de inspección, control y vigilancia. La circular básica jurídica de la Superintendencia Financiera (circular externa 29 de 2014) establece los requisitos que debe cumplir el prospecto de información, específicamente en la Parte III, Título I de dicha circular.

⁴² De esta característica se exceptúan la colocación de ciertos valores, específicamente los emitidos por la Nación, el Banco de la República, los cuales bajo el régimen

la regulación, en algunos casos de manera específica y en otros como una referencia a la información concreta que debe dar el emisor sobre las características propias de su situación, como sucede en relación con la descripción de los riesgos del emisor, y iii) está sometido a verificación, y sin que ello signifique que se da una autorización formal para su expedición, la revisión que se hace aunque tiene un carácter formal desde el punto de vista del contenido mínimo del prospecto, se trata de ajustar su contenido en función del objetivo asignado por la ley de ser un conjunto de información necesaria para el cabal conocimiento de las características del emisor, el valor y la emisión por parte de los inversionistas⁴³.

de inscripción automática, deben enviar dentro de los treinta días siguientes a la fecha de la oferta pública, copia del acto mediante el cual se crearon los valores, facsimile del título y demás documentos que permitan conocer las características de la emisión. En el caso de valores emitidos por carteras colectivas cerradas y escalonadas, el documento de su constitución es el reglamento y en este sentido este hace las veces del prospecto de información.

⁴³ MANUEL LÓPEZ MARTÍNEZ desarrolla estos criterios con relación a la legislación española y en particular anota que el contenido reglado del prospecto con el cual se desarrolla como una opción opuesta al principio de libertad de forma, tiene la finalidad de lograr una presentación estandarizada de la información, lo cual facilita el trabajo de verificación y el análisis y estudio por parte de los inversionistas y de los intermediarios. Ver MANUEL LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo...*, op. cit., pág. 76. Al respecto VALENZUELA GARACH señala que en el cumplimiento de la obligación de información ocupa un papel prioritario la publicación del prospecto o folleto de información. Sobre el punto dice: “[...] se destaca de manera especial tanto la exactitud como el carácter completo del folleto informativo, de manera que [...] 1) la inexactitud u omisiones en el contenido del folleto que, por su importancia impidan o perturben la información del juicio completo y razonado que de él se espera, se asimilarán a la falta de registro del folleto; 2) se entienden tan solo existentes a los efectos jurídicos aquellos datos, documentos, circunstancias o derechos que constan expresamente mencionados en el folleto, y por lo tanto, los que no consten resultan inoponibles frente al inversor de buena fe, y 3) aquellos datos o circunstancias omitidos o expresadas inexactamente en el folleto informativo, de las que pueda derivarse una influencia significativa en el precio de los valores, y siempre que se produzcan o sean conocidas entre el momento de la publicación del propio folleto y el fin del período de suscripción, deberán necesariamente hacerse constar en un suplemento del folleto, que se somete a idénticas exigencias y condiciones formales que el folleto” (FERNANDO VALENCIA GARACH, *La información en la sociedad anónima y en el mercado de valores. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Civitas, 1993, pág. 235). Por su parte, FERNÁNDEZ PÉREZ señala que “[...] la información es una de las principales vías de protección a los inversores y, de ahí, que de forma progresiva se hayan incrementado tanto en sede comunitaria como en los distintos ordenamientos jurídicos nacionales los deberes de información exigidos a las

Es evidente la diferencia entre oferta pública y privada desde el punto de vista de los destinatarios y los requisitos exigidos. Dentro de estos el prospecto de información constituye el elemento que marca una diferencia de fondo: el principio es la información como un elemento consustancial a las ofertas públicas, al paso que en las ofertas privadas no es un aspecto necesario, y basta con el reglamento de emisión y colocación (la información en este caso responde a la voluntad del emisor, a un acuerdo entre las partes o la que de manera directa pueda recabar cada inversionista)⁴⁴. En las ofertas públicas el reglamento de emisión y colocación entra a ser parte del conjunto de requisitos que es necesario cumplir, y en cierto sentido constituye el elemento en el cual se plasma la voluntad contractual del emisor en relación con ciertos aspectos de la oferta: cantidad de valores ofrecidos, proporción y forma en que podrán suscribirse, plazo de la oferta, precio y plazo para el pago⁴⁵. Mientras que en la oferta privada el reglamento de emisión

sociedades, entre los que se destaca la elaboración de folletos informativos (prospectos de emisión). Folletos que, por un lado, se conciben como vía para tutelar los intereses del inversor individualmente considerado y, por otro, contribuyen a fomentar la transparencia en el mercado y, por ende, el buen funcionamiento del mismo. De este modo se logra la confianza del inversor, al que se le proporcionan todos los datos necesarios para la adopción de un juicio fundado y se evitan las asimetrías de información en el mercado en pro de una mayor eficiencia alcativa” (NURIA FERNÁNDEZ PÉREZ, *La protección jurídica del accionista inversor*, Navarra, Aranzadi, 2000, pág. 284).

⁴⁴ Al respecto ver el núm. III, Oferta privada y oferta pública.

⁴⁵ El art. 386 del C. de Co. establece el contenido del reglamento de emisión y colocación de acciones en los siguientes términos: “1) La cantidad de acciones que se ofrezca, que no podrá ser inferior a las emitidas; 2) la proporción y forma en que podrán suscribirse; 3) el plazo de la oferta, que no será menor de quince días ni excederá de tres meses; 4) el precio a que sean ofrecidas, que no será inferior al nominal, y 5) los plazos para el pago de las acciones”. En relación con este aspecto FERNÁNDEZ PÉREZ sostiene que el prospecto de emisión (folleto informativo) forma parte integrante del contrato. El folleto tiene por objeto permitir al público inversionista la adopción de un juicio fundado, por lo cual debe contener información completa, suficiente y actualizada sobre una oferta de acciones propuesta por un emisor. Agrega que para que se pueda “[...] hablar de oferta de contrato es necesario, según criterios doctrinales hoy consolidados, que haya una declaración de voluntad destinada a integrarse en un contrato, para lo que sería suficiente que se tratara de una oferta «suficientemente precisa». Tratándose de ofertas dirigidas al público, como es el caso, se considera que no basta con que el declarante manifieste su voluntad de contratar, sino que es requisito indispensable que se contenga en la declaración «todos los elementos del contrato proyectado» y que el contrato se formalice con la aceptación por la otra parte [...] El folleto, por tanto, independientemente del tipo concreto de que se trate, se integra en la fase de formación del

y colocación es el elemento definitorio de la oferta, en la oferta pública dicho reglamento entra a ser una parte del prospecto de información, de manera que las características de los valores objeto de una oferta pública se integran con todos los diferentes aspectos y elementos de información que forman parte del prospecto. Planteamos que el objeto de la oferta pública constituye una integración de las características del valor, el emisor y la emisión, porque en conjunto la información reflejada en el prospecto es la que teóricamente sirve para ilustrar a los inversionistas sobre las condiciones del activo ofrecido y soportar la decisión que se adopte en relación con la aceptación de la oferta o su rechazo.

La doctrina usualmente examina la naturaleza del prospecto de información desde dos puntos de vista: el primero, como instrumento obligatorio de difusión de información al mercado de valores, y el segundo como instrumento de publicidad de valores con fines de promoción. Aparentemente se trata de dos perspectivas contrapuestas: un instrumento que en cierto sentido busca acotar la responsabilidad del emisor sobre la base de hacer la definición más precisa del valor, el emisor y la emisión, y por otro lado como instrumento de publicidad y promoción para la decisión de inversión⁴⁶. Aunque se trata de perspectivas opuestas, claramente existe una articulación entre las dos, porque el prospecto de información constituye el instrumento legal a partir del cual se estructuran todos los derechos y obligaciones de orden contractual en cabeza de los inversionistas y respecto del emisor.

Al respecto LÓPEZ MARTÍNEZ sostiene que el prospecto de emisión (folleto en la terminología española) tiene una inequívoca naturaleza contractual, cuando menos en muchos de sus extremos, porque su contenido no se limita a reunir un conjunto de datos económicos sobre la oferta, el emisor y el oferente, sino que además incluye toda la información jurídica relevante para ser considerada como instrumento de la oferta⁴⁷. En este sentido, el prospecto de información no se limita a ser

contrato, caracterizada por la formación de actos previos a la perfección del contrato, que se logra con la aceptación —en este caso, la suscripción y venta de valores—. [...] De este modo, el contenido del folleto integra la relación negocial que vincula a su emitente con el inversor, quedando el primero a respetar su contenido, tanto desde un punto de vista positivo como negativo”.

⁴⁶ Ver MANUEL LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo...*, *op. cit.*, pág. 77.

⁴⁷ *Ibidem*, pág. 78.

un documento en el cual se compilan de manera ordenada un paquete de datos jurídicos, económicos, financieros, contables, etc., sino que todos esos datos relacionados con el valor, el emisor y la emisión, junto con el reglamento de emisión y colocación, constituyen los diversos elementos objeto de la oferta. Por supuesto la expresión de la voluntad de los inversionistas al aceptar el ofrecimiento se relaciona y vincula con todos ellos, en la medida en que el prospecto de información recoge las condiciones de la oferta. Desde el punto de vista del reglamento de emisión y colocación de acciones, el artículo 384 del Código de Comercio en materia de suscripción de acciones señala que se trata de un contrato por el cual una persona se obliga a pagar un aporte a la sociedad de acuerdo con el reglamento respectivo y a someterse a sus estatutos, mientras que la sociedad emisora se obliga a reconocer la calidad de accionista y a entregarle el título correspondiente. El contenido de esta disposición es relevante en relación contractual que se establece entre el emisor y el inversionista en ofertas públicas de valores, porque se podría afirmar que el vínculo contractual que se establece entre las partes de una oferta de valores se limita a dicho reglamento; eso podría tener alguna validez parcial en relación con ofertas privadas, pero no en relación con ofertas públicas en las que el procedimiento contractual de la oferta articula todos los elementos de información como parte de las condiciones que los inversionistas tienen en cuenta para tomar su decisión de inversión.

c') *Requisitos especiales de la oferta pública en el mercado primario.* El artículo 5.2.1.1.5 del decreto 2555 de 2010 establece una serie de requisitos adicionales, los cuales son calificados como especiales, en relación con la formulación de una oferta pública de valores en el mercado primario. Se trata de un conjunto de documentos y autorizaciones complementarias en relación con el objeto de la oferta. Dentro de estos se encuentran la exigencia de adjuntar la autorización del organismo estatal competente para autorizar la emisión y colocación de los valores; copia de los folletos y material publicitario que se vaya a utilizar para la promoción de los valores, y copia de una serie de contratos que tienen una relación directa con la oferta y que están asociados directamente con la colocación, tales como i) los contratos para la colocación de los valores que se suscriban con los diferentes intermediarios que vayan a participar en dicho proceso, ii) contratos de administración de la emisión, cuando una entidad diferente al emisor sea el encargado de la administración, tal y como ocurre con el depósito centralizado de valores o una fiduciaria, quienes comúnmente administran las emisiones, iii) copia

del contrato con el representante legal de tenedores de bonos, y iv) en el evento en que la colocación de valores mediante oferta pública cuente con un mecanismo de estabilización de precios, será necesario incluir en el prospecto los términos y condiciones en que ésta se realizará; igualmente se deberán agregar los diferentes instrumentos contractuales que articulan este esquema, tales como el contrato de estabilización, el contrato de suscripción adicional y el contrato de readquisición de valores⁴⁸.

Junto a los anteriores requisitos destacamos la necesidad de adjuntar el documento en el cual se justifique el precio de los valores objeto de la oferta. Esta exigencia tiene en realidad una connotación especial para acciones, pues la norma se refiere en general a valores que no sean de contenido crediticio: tratándose de ofertas públicas de esta clase de valores la fijación del precio tiene que ser justificada, de manera que la posibilidad de fijar el precio sin referencia a criterios concretos de naturaleza económica, financiera, de mercado o a una metodología técnica queda excluida por completo. No es posible fijar el precio simplemente por voluntad o gusto del emisor, con lo cual este requisito desarrolla un principio de transparencia e igualdad que cubre el interés de los inversionistas: tanto los que ya tienen la calidad de accionistas porque con ello se disminuye la potencialidad de que sus intereses patrimoniales como accionistas puedan ser afectados por la fijación del precio sin consideración de ningún mecanismo técnico, y para los nuevos suscriptores porque su interés en participar como suscriptor en una oferta tendrá la garantía de que la fijación del precio es el producto de razones técnicas o de mercado. En los términos en que lo establece el artículo citado, se trata de la justificación del precio o de los mecanismos para su determinación.

El otro requisito de naturaleza especial corresponde al proyecto del aviso de oferta, cuya consideración parte de ser el documento mediante el cual el emisor expresa su voluntad de hacer formalmente una oferta pública de valores. En este sentido, el aviso debe cumplir ciertos requisitos en cuanto a la descripción de la oferta que contiene: como mínimo el reglamento de emisión y colocación, los destinatarios de la oferta, la calificación del valor ofrecido cuando sea del caso,

⁴⁸ El decr. 2510 de 2014 adicionó el Título 2 al Libro 1 de la Parte 6 del decr. 2555 de 2010 (arts. 6.1.2.1.1.1, y 6.1.2.2.1 a 6.1.2.2.5). En las disposiciones citadas se regularon las reglas aplicables a los mecanismos de estabilización de precios, a los cuales se hace referencia más adelante.

así como una síntesis de las razones expuestas por la sociedad calificadora; cuando la emisión sea avalada, se debe agregar la calificación del avalista en caso de que tenga calificación; tratándose de bonos ordinarios o de garantía general, si la emisión se encuentra o no amparada por el seguro de depósito y el lugar donde se puede encontrar o consultar el prospecto de información⁴⁹.

b) *Otras modalidades de inscripción asociadas con la oferta pública.* Dada la relación entre el proceso de autorización de una oferta pública y el registro de los valores, el emisor y las emisiones en el RNVE, existen otras modalidades de inscripción: la regla general es que la autorización de la oferta es previa; sin embargo, en algunos casos la regulación ha dispuesto lo que se conoce como un régimen de autorización general, en virtud del cual se entienden autorizadas las ofertas públicas que cumplan ciertos requisitos. Todos los procesos que se encuentren dentro de los supuestos que define el régimen de autorización general pueden efectuar sus ofertas sin que se requiera una autorización específica, particular y previa.

Es el caso de la modalidad de inscripción automática de valores, en el cual se parte del presupuesto de que ciertos valores se consideran inscritos automáticamente en el RNVE y autorizada la oferta pública⁵⁰. Este régimen se aplica a cierta clase de valores que por la condición especial de sus emisores están por fuera del procedimiento ordinario de autorización previa para efectuar una oferta pública⁵¹.

⁴⁹ El art. 5.2.1.1.5, lit. c) en relación con el aviso de la oferta exige la inclusión de una especie de disclaimer en relación con la responsabilidad de la Superintendencia Financiera en el proceso de autorización de una oferta pública, el cual guarda relación con la advertencia que se incluye en el parg. del art. 5.2.1.1.1 del decr. 2555 de 2010., de la siguiente manera: “[...] la inscripción en el Registro y la autorización de la oferta pública no implican calificación ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia sobre el precio, la bondad o negociabilidad del valor, o de la respectiva emisión, ni sobre la solvencia del emisor”.

⁵⁰ Es el caso de los títulos emitidos, avalados o garantizados por la Nación o el Banco de la República, los títulos de contenido crediticio emitidos por establecimientos de crédito, ciertos valores emitidos por ciertas carteras colectivas y los bonos emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, certificados de depósito de productos agropecuarios, agroindustriales y otros *comodities*, certificados fiduciarios con subyacentes agropecuarios, agroindustriales o de otros *comodities*, y títulos emitidos en procesos de titularización de activos diferentes a los regulados por la ley 546 de 1999, titularizaciones de activos hipotecarios, tal y como lo establecen los arts. 5.2.2.1.1, 5.2.2.1.2, 5.2.2.1.3, 5.2.2.1.4, 5.2.2.1.6, 5.2.2.1.7 y 5.2.2.1.9 del decr. 2555 de 2010.

⁵¹ Ver arts. 5.2.2.1.1 al 5.2.2.1.13 del decr. 2555 de 2010.

La otra modalidad de registro corresponde a los programas de emisión y colocación de valores, que en esencia son un desarrollo del *shelf registration* o *shelf procedure* de la legislación de Estados Unidos⁵². Se trata de una modalidad de registro que se caracteriza por la autorización de un cupo global de emisión de valores para un emisor⁵³ que cumple con ciertas condiciones, el cual lo podrá usar de manera discrecional durante un período de tiempo determinado, sobre la base de que i) el emisor cumple con todos los requisitos de información que se requieren para poder efectuar una oferta pública de valores, y ii) que los mismos continuarán siendo cumplidos durante la vigencia del programa de emisión y colocación. Con estos presupuestos, el emisor, durante el tiempo de vigencia del programa, podrá salir a oferta pública para la colocación de los valores, en el momento en que lo considere más oportuno y con la posibilidad de aprovechar de la manera más eficiente las oportunidades y condiciones del mercado de valores⁵⁴. El artículo 6.3.1.1.1 lo define, como “[...] el plan mediante el cual una misma entidad, estructura con cargo a un cupo global, la realización de varias emisiones, de uno o más valores, mediante oferta pública, durante un término establecido”. El proceso de registro de los programas de emisión y la autorización de la oferta pública se rigen por el procedimiento y normas generales del RNVE. El emisor que pretenda acceder a esta clase de registro, debe haber tenido al menos tres emisiones de valores inscritas en el RNVE durante los dos años inmediatamente anteriores a la fecha de la solicitud, de las cuales al

⁵² Corresponde a la regla 415 de 1982 de la legislación de Estados Unidos, en virtud de la cual un emisor puede registrar valores para su venta durante el tiempo de vigencia del registro en la SEC (dos años), con lo cual puede elegir a su mejor conveniencia el momento más adecuado para efectuar la oferta de los valores, dependiendo de las condiciones del mercado y de otras circunstancias que puedan influir en la colocación. La adopción de este procedimiento permite al emisor salir a la colocación en el momento más oportuno y evitar retrasos asociados con la preparación y cumplimiento de los requisitos de emisión y la obtención de las autorizaciones correspondientes. Ver MANUEL LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo...*, op. cit., pág. 68.

⁵³ Tratándose de emisión de bonos es posible estructurar un programa de emisión y colocación sindicado, en virtud del cual un grupo de entidades vinculadas bajo un acuerdo de sindicación, deciden emitir valores con cargo al cupo global que les haya sido autorizado.

⁵⁴ De acuerdo con el art. 5.2.3.1.13 del decr. 2555 de 2010, las emisiones de valores que se efectúen en el segundo mercado también pueden hacerse mediante la estructuración de programas de emisión y colocación, de acuerdo con las normas que se establecen en dicho decreto.

menos una esté vigente a esa fecha, y no haber sido sancionado por la Superintendencia Financiera durante el año inmediatamente anterior por infracciones administrativas relacionadas con el incumplimiento de su calidad de emisor de valores⁵⁵.

Una vez haya quedado autorizado el registro del programa de emisión, el emisor podrá efectuar la oferta pública de los valores⁵⁶, en forma individual o simultánea, siempre que el régimen legal de los valores a ofrecer lo permita, por un plazo de tres años contados a partir de la fecha en que se haya ejecutoriado el acto administrativo que autorizó la inscripción. Este plazo puede ser renovado por períodos iguales, antes del vencimiento del mismo⁵⁷, para lo cual se requiere que el emisor presente la solicitud a la Superintendencia Financiera, quien podrá permitir la renovación del plazo de vigencia de la autorización de la oferta pública de los valores que formen parte de un programa de emisión y colocación. La renovación puede comprender los mismos valores, incluir otros⁵⁸, o aumentar el cupo global autorizado, en este

⁵⁵ Tratándose de programas de emisión de procesos de titularización el par. del art. 6.3.1.1.2 exige que se cumpla uno de los siguientes requisitos: a) que el originador del proceso haya tenido tres o más emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE en los dos años inmediatamente anteriores a la fecha de la solicitud, de las cuales por lo menos una debe estar vigente a esa fecha, y que este y el agente de manejo del proceso no hayan sido objeto de sanciones por la Superintendencia Financiera de Colombia durante el año inmediatamente anterior, como consecuencia de infracciones administrativas relacionadas con el incumplimiento de sus obligaciones de revelación de información, de acuerdo con lo previsto en este decreto; b) que el agente de manejo obre como tal en por lo menos tres emisiones de valores producto de procesos de titularización inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE en los dos años inmediatamente anteriores a la fecha de la solicitud, de las cuales por lo menos una debe estar vigente a esa fecha, y que no haya sido objeto de sanciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia durante el año inmediatamente anterior, como consecuencia de infracciones administrativas relacionadas con el incumplimiento de sus obligaciones de revelación de información, de acuerdo con lo previsto en este decreto.

⁵⁶ La estructuración de programas de emisión puede adelantarse con cualquier tipo de valores, con excepción de (6.3.1.1.6) la emisión de papeles comerciales, la cual según lo previsto en el art. 6.3.1.1.6 del decr. 2555 de 2010, es susceptible de adelantarse a través de esta clase de programas, siempre que no se emplee la modalidad de cupo rotativo a que se refiere el num. 2 del art. 6.6.1.1.2 del decr. 2555 de 2010.

⁵⁷ Al respecto ver el art. 6.3.1.1.2 del decr. 2555 de 2010.

⁵⁸ La inclusión de nuevos valores supone la remisión de la información necesaria para la inscripción de los mismos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE y la autorización de su oferta pública.

último caso, siempre y cuando el mismo haya sido colocado en forma total o cuando menos el cincuenta por ciento del cupo global autorizado, y siempre que se encuentre vigente el plazo de la autorización de la oferta.

Dentro de los documentos necesarios para obtener el registro del programa, el más importante es el prospecto de constitución del programa⁵⁹. Este documento corresponde al prospecto de información de una emisión de valores, y constituye el documento matriz de un programa de emisión, con la característica de disponer dentro de su contenido un capítulo específico para cada uno de los valores objeto del programa⁶⁰. El sentido dinámico del prospecto de constitución del programa supone el deber del emisor de mantenerlo actualizado de manera permanente, por lo cual, cuando quiera que se presente un hecho o una modificación que pueda afectar el contenido del prospecto, el emisor debe actualizarlo de manera inmediata⁶¹.

A partir de la fecha en que la Superintendencia Financiera haya autorizado el registro del programa de emisión, el emisor podrá efectuar la oferta pública. Para ello se requiere que el emisor presente a la Superintendencia con un plazo no inferior a cinco días hábiles previos a la publicación del aviso de oferta, copia de la parte pertinente del acta del órgano competente del emisor que haya autorizado el reglamento de emisión y colocación, así como la documentación mediante la cual se actualice el prospecto de constitución del programa en tales apartes⁶². La publicación del aviso de oferta está sujeta a un régimen

⁵⁹ El prospecto de constitución del programa debe reunir los requisitos establecidos en el decr. 2555 de 2010 y en la res. 2375 de 2006.

⁶⁰ De acuerdo con el art. 6.3.1.1.7 del decr. 2555 de 2010, “En el prospecto de constitución del programa y en el aviso de oferta, así como en cualquier publicidad o información que se suministre al mercado sobre los valores comprendidos dentro de un programa de emisión y colocación, deberá señalarse que los mismos hacen parte de un programa de emisión y colocación, así como el monto del cupo global del mismo”.

⁶¹ La actualización del prospecto debe efectuarse conforme al decr. 2555 de 2010 y la circular básica jurídica.

⁶² De acuerdo con el art. 6.3.1.1.5 del decr. 2555 de 2010, “cuando se trate de valores producto de procesos de titularización, en los cuales la emisión es el resultado de un acrecentamiento del patrimonio autónomo, el agente de manejo del proceso deberá enviar a la Superintendencia Financiera con una antelación no inferior a cinco (5) días hábiles a la publicación del aviso de oferta, la documentación que acredite el acrecentamiento, junto con la nueva actualización del prospecto de constitución del programa referente al acrecentamiento y a la nueva emisión. / En todo caso, el acrecentamiento deberá cumplir con los requisitos legales y contractuales establecidos para el proceso y la actualización del prospecto de constitución del programa se efectuará de conformidad con los términos previstos en la presente resolución. [sic]”.

de autorización en virtud del cual esta podrá hacerse siempre y cuando la Superintendencia Financiera no haya manifestado su objeción con anterioridad a la fecha prevista para la publicación del aviso⁶³.

La colocación de los valores debe hacerse mediante una oferta pública a través de cualquiera de sus modalidades (procedimiento ordinario, formación del libro o subasta), bien sea por el monto total del cupo autorizado para la emisión en una sola colocación o por montos parciales hasta el cupo máximo autorizado, mediante colocaciones sucesivas, tal y como lo prescribe el artículo 6.3.1.1.3 del decreto 2555 de 2010.

El artículo 5.6.10.1.3 del decreto 2555 de 2010 en relación con los emisores especializados⁶⁴, establece que estos podrán inscribir programas de emisión de títulos hipotecarios en el RNVE, respecto de los cuales se permite la realización de emisiones múltiples y sucesivas⁶⁵

⁶³ El párrafo del art. 6.3.1.1.5 en relación con la publicación del aviso señala que este podrá hacerse, siempre que la Superintendencia Financiera no haya manifestado objeción alguna dentro de los términos establecidos en el art. 6.3.1.1.5 del decr. 2555 de 2010. Sin embargo, dicho artículo no establece de manera clara el término, por lo cual se entiende que la Superintendencia podrá manifestar cualquier objeción hasta el día anterior a la fecha prevista para efectuar la publicación.

⁶⁴ De acuerdo con el párrafo del art. 5.6.10.1.3 se entiende por emisores especializados en la emisión de títulos hipotecarios, los emisores que hayan mantenido por lo menos cinco emisiones de títulos hipotecarios inscritas en el RNVE durante los dos años inmediatamente anteriores a la respectiva emisión y no hayan sido objeto de sanciones por la Superintendencia Financiera durante el año inmediatamente anterior como consecuencia de infracciones administrativas relacionadas con el incumplimiento de sus obligaciones de revelación de información, de acuerdo con lo previsto en las normas aplicables.

⁶⁵ De acuerdo con la doctrina de la Superintendencia Financiera si bien la figura “múltiples y sucesivas emisiones con cargo a un cupo global”, no se encuentra regulada expresamente en la res. 400 de 1995 (decr. 2555 de 2010), cumple con las normas generales para las emisiones de valores que los establecimientos de crédito efectúan en desarrollo de sus operaciones pasivas, en adelante valores, los cuales cuentan con un régimen de inscripción automática en el Registro Nacional de Valores y Emisores, RNVE para la realización de su oferta pública. El antecedente de esta figura es un caso específico, presentado por un establecimiento de crédito, para el cual se consideró viable que el emisor, con cargo a un cupo total de endeudamiento, autorizado por el órgano social competente, realizará emisiones múltiples y sucesivas, siempre y cuando contara con un reglamento general de emisión y colocación, un prospecto de información y los demás documentos necesarios para la inscripción de los valores en el RNVE. El resultado es la figura en cuestión por la cual, una vez el emisor da cumplimiento a lo previsto en los arts. 1.1.2.8, 1.1.2.3, 1.2.2.4 y 1.1.2.5 de la res. 400 de 1995 (los cuales corresponden a los arts. 5.2.2.1.2, 5.2.1.1.3, 5.2.1.1.4 y 5.2.1.1.5, respectivamente), puede realizar la respectiva oferta de la emisión y cada vez que vaya a efectuar una nueva emisión con

de títulos hipotecarios hasta por un período determinado de tres años, con sujeción a un plan de emisión previamente establecido.

De acuerdo con la Superintendencia Financiera, la diferencia entre la noción de múltiples y sucesivas emisiones de valores y un programa de emisión y colocación estriba en que en la primera no hay simultaneidad en la oferta de las emisiones, lo que sí permite en los programas de emisión. La no simultaneidad en las emisiones múltiples y sucesivas se deriva de la aplicación de las normas especiales de la emisión y oferta de bonos, previstas en los artículos 6.4.1.1.1 y siguientes del decreto 2555 de 2010, y de manera concreta la restricción para que los emisores realicen una nueva emisión mientras se encuentre pendiente el plazo de suscripción de otra. Dicho de otra manera, mientras la colocación de una emisión se encuentre en curso, no es posible iniciar la colocación de otra emisión, salvo que el emisor renuncie al plazo que resta para la colocación, y así pueda iniciar la colocación de una nueva emisión⁶⁶.

c) *Estabilización de precios en ofertas públicas*. Uno de los aspectos que debe mencionarse en relación con la oferta pública es la posibilidad que tienen los emisores de valores de contratar con sociedades comisionistas de bolsa mecanismos de estabilización de precios en relación con los valores por emitir. En efecto, mediante el decreto 2510 de 2014, que adicionó el decreto 2555 de 2010, se incluyó dicha posibilidad en la regulación colombiana sobre ofertas públicas primarias de valores, tal y como ocurre en otros países, que, como se señala en las consideraciones del decreto primeramente mencionado, constituye instrumento efectivo de protección para los inversionistas al prevenir o retardar la disminución del precio del valor emitido.

Los mecanismos de estabilización de precios que se adoptaron mediante la norma mencionada, corresponden a la adjudicación adicional de valores por la transferencia temporal de valores, y la adjudicación adicional con posibilidad de readquisición de acciones⁶⁷.

cargo a dicho cupo solo tiene que informar a esta Superintendencia sobre tal situación, indicar el monto que va a ofertar y acreditar la inscripción de la respectiva emisión en la Bolsa de Valores de Colombia S. A., pues en el RNVE ya se encuentran los documentos necesarios para que tales títulos se entiendan inscritos⁷. Ver concepto Superfinanciera 2008057685-001 de 24 de octubre de 2008.

⁶⁶ Para una mayor ilustración ver concepto de la Superintendencia Financiera 2008057685-001 de 24 de octubre de 2008.

⁶⁷ Art. 6.1.2.2.1 y ss., del decr. 2555 de 2010, adicionado por el decr. 2510 de 2014, art. 10.

B) *Modalidades de la oferta pública como colocación de valores en el mercado primario*

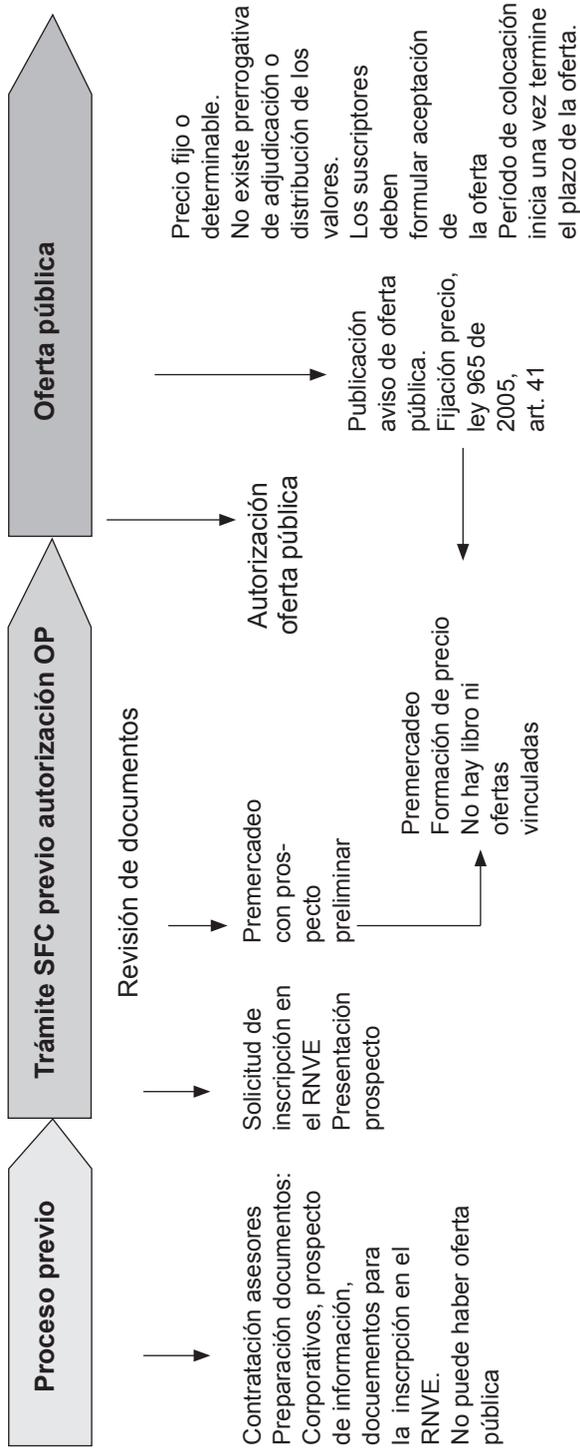
a) *Oferta pública para la colocación de valores por el procedimiento ordinario (precio fijo)*. En el ámbito internacional los métodos de colocación de acciones y valores en el mercado público, esencialmente consisten en los métodos de precio fijo (al cual se hizo referencia en este acápite anterior), *book building* y subastas. En Colombia, siguiendo el decreto 2555 de 2010 y el Código de Comercio, es posible colocar mediante oferta pública valores i) por el procedimiento ordinario de precio fijo, el cual se sujeta a las reglas del Código de Comercio y del artículo 41 de la ley 964 de 2005; ii) tratándose de sociedades inscritas, el de subasta (siguiendo la regulación de martillos y el decr. 2555 de 2010), y iii) mediante la construcción del libro de ofertas de conformidad con los artículos 6.2.2.1.1 y siguientes del decreto 2555 de 2010.

La estructuración y desarrollo de una oferta pública en este procedimiento está precedida de la obtención de las autorizaciones corporativas necesarias, la preparación de una serie de documentos en los cuales se materializa el contenido de la oferta y las autorizaciones de orden gubernamental que se requieren para formular la oferta pública. El procedimiento se desarrolla sobre la base de agotar algunas etapas, preparar los documentos que se requieren, cumplir los requisitos establecidos por la regulación, dar curso al proceso de inscripción del emisor, el valor y la emisión en el RNVE de acuerdo con lo expuesto anteriormente, y una vez obtenida la autorización de la inscripción en el registro, hacer la oferta mediante la publicación del aviso de oferta pública. A partir de la fecha de publicación del aviso se da aplicación a los plazos establecidos en el reglamento de suscripción, y con fundamento en ello el procedimiento de colocación de acuerdo con las aceptaciones que se hayan dado dentro del término previsto en el reglamento. El desarrollo del procedimiento constituye una aplicación de las normas previstas en el decreto 2555 de 2010, el Código de Comercio y la ley 964 de 2005, específicamente el artículo 41, cuando se trate de sociedades inscritas⁶⁸.

⁶⁸ El art. 41 de la ley 964 de 2005 establece el contenido del reglamento de suscripción para las sociedades inscritas, así: “El reglamento de suscripción de acciones de las sociedades inscritas contendrá: a) la cantidad de acciones que se ofrezca, que no podrá ser inferior a las emitidas; b) la proporción y forma en que podrán suscribirse; c) el plazo de la oferta, que no será menor de quince (15) días ni excederá de un (1) año; d) el precio a que sean ofrecidas, el cual deberá ser el resultado de un estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente. Los estatutos o la asamblea general de accionistas podrán disponer que lo dispuesto en este literal no será aplicable,

Gráfica 1

Colocación ordinaria / Precio fijo



La oferta pública con colocación ordinaria formalmente se inicia con la solicitud de inscripción del emisor, el valor y la emisión, tal y como lo menciona el artículo 5.2.1.1.1 del decreto 2555 de 2010. A partir de ese momento la Superintendencia Financiera da curso al proceso de revisión de la solicitud. Dentro del período que se extiende entre la presentación de los documentos y la expedición de la autorización para hacer la oferta pública, y sobre la base de que la documentación presentada, de acuerdo con lo previsto en el artículo 6.2.1.1.1, incluye el prospecto de información preliminar, el emisor puede dar inicio al proceso de promoción preliminar, siempre y cuando se cumplan algunos requisitos y ciertas advertencias: por ejemplo, que la autorización de la oferta pública está en curso y por lo tanto el proceso de promoción y el prospecto son preliminares y no ha sido aún objeto de aprobación, que las presentaciones que se hagan y el prospecto preliminar no constituyen una oferta pública y por consiguiente no existe ningún efecto vinculante, que los documentos podrán ser objeto de corrección y revisión, y que no se puede dar ninguna negociación durante dicho período y hasta tanto se autorice la oferta pública y se surtan todos los plazos y procedimientos⁶⁹.

Concluido el proceso de revisión y sobre la base de que los documentos presentados se han ajustado a los requerimientos establecidos por la regulación, la Superintendencia Financiera imparte la autorización de la inscripción del valor, el emisor y la emisión en el RNVE, y en el mismo acto, la oferta pública de los valores⁷⁰. En el supuesto de que no se haya fijado aún el precio de los valores objeto de la oferta, se debe proceder a ello, de manera que para la fecha en que se publique el aviso de oferta esté determinado⁷¹. Publicado el aviso de la oferta comienza a

en cuanto hace relación al estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente; e) los plazos para el pago de las acciones”. El art. 38 de la ley 964 de 2005 define las sociedades inscritas como “[...] las sociedades anónimas que tengan acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores”.

⁶⁹ El art. 6.2.1.1.1 establece en detalle todas las reglas aplicables a la promoción preliminar de valores, con lo cual se permite adelantar un proceso de mercadeo de valores con anterioridad a la autorización formal de una oferta pública.

⁷⁰ En el segundo mercado tanto el registro en el RNVE como la oferta pública se entienden autorizadas de manera general, siempre y cuando se dé cumplimiento a los requisitos que se establecen en los arts. 5.2.3.1.8 y 5.2.3.1.12 del decr. 2555 de 2010.

⁷¹ De acuerdo con el lit. b) del art. 5.2.1.1.5 del decr. 2555 de 2010, “El precio de colocación de los valores que se vayan a ofrecer públicamente en el mercado primario no será necesario para efectos de obtener la autorización de la oferta, de tal forma que

correr el plazo de la oferta, el cual tratándose de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones emitidos por instituciones financieras no puede ser inferior a quince días ni superior a tres meses de acuerdo con lo que prevé el artículo 386 del Código de Comercio, mientras que para las sociedades inscritas⁷², un lapso mínimo de quince días y no superior a un año⁷³. Finalizado el plazo de la oferta, inicia el proceso de colocación de los valores respecto de los inversionistas que hayan aceptado la oferta de acuerdo con las reglas de colocación que se hayan previsto en el reglamento de suscripción y en el prospecto de información de la emisión.

b) *Oferta pública de valores mediante construcción del libro de ofertas (book building)*. Para una mejor comprensión de este procedimiento cabe recordar que el decreto 2555 de 2010 contempla la posibilidad de hacer promoción preliminar de valores (art. 6.2.2.1.1). Esto significa que entre la fecha en que se presente la solicitud de oferta pública y la fecha en que se obtiene la autorización de la oferta por la Superintendencia Financiera, es factible hacer promoción sobre los valores que se pretenden emitir. Este aspecto es de especial importancia porque ese instrumento permite realizar un proceso limitado de mercadeo de la emisión en curso, antes de la fecha en que se haga formalmente la oferta pública. Aprovechando esa posibilidad, el mecanismo de oferta pública mediante la construcción del libro, va más allá y permite a mediante la formación del libro de ofertas hacer un proceso de difusión y promoción de la oferta, que a diferencia de la promoción preliminar, puede utilizar medios masivos de comunicación, y aceptar recepción de órdenes de compra previas a la emisión, de acuerdo con un proceso de introspección del mercado, el cual tiene la finalidad de fijar el precio

podrá ser determinado con posterioridad por la entidad emisora y los agentes colocadores con base en la labor de premercado y las condiciones del mercado, sin perjuicio de lo dispuesto en el numeral 4 del artículo 386 del Código de Comercio para las instituciones financieras y en el literal d) del artículo 41 de la ley 964 de 2005 para las demás sociedades inscritas”.

⁷² El art. 38 de la ley 964 de 2005 señala que son sociedades inscritas “ [...] las sociedades anónimas que tengan acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores”. Mientras que por sociedades emisoras de valores se entiende toda aquella que tenga valores emitidos e inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, según los arts. 44 y ss. de la ley 964 de 2005.

⁷³ De conformidad con el art. 6.1.1.1.2 del decr. 2555 de 2010, cuando los valores objeto de la oferta pública vayan a ser inscritos en bolsa, el procedimiento de listado debe surtirse con anterioridad a la fecha en que se publique el aviso de la oferta pública.

y el tamaño de la emisión, y efectuar la distribución de la emisión de acuerdo con las demandas registradas en el libro⁷⁴.

En los últimos años, el método de colocación de valores más popular en el ámbito internacional ha sido el *book building* y excepcionalmente se han utilizado otros métodos como el de subasta. De cierta manera, es claro que ante las diversas opciones para estructurar la emisión y colocación de acciones las partes interesadas —estructuradores, colocadores y emisores—, han preferido acudir al *book building*.

El método de colocación de valores por este mecanismo es relativamente reciente si se compara con el procedimiento del Código de Comercio. La carencia de instrumentos regulatorios adecuados en nuestro ámbito, impidió durante mucho tiempo la estructuración de procesos de emisión y colocación de acciones de acuerdo con la práctica del *book*

⁷⁴ De acuerdo con GARCÍA DE ENTERRÍA, el *book building* es “[...] un procedimiento que en esencia se justifica por el propósito de optimizar el precio de venta de los valores ofertados por la vía de crear una presión competitiva entre los inversores y de recabar un contraste previo de la demanda existente por los mismos, desarrollado precisamente para adaptar los procesos de emisión a una situación de volatilidad de los mercados, no debe extrañar que el mismo ofrezca también una significativa utilidad económica en las operaciones de aumento de capital de la sociedad emisora —por los motivos que sea— otorgue una particular importancia al hecho de obtener el precio más elevado posible por las nuevas acciones con el fin de apurar así sus posibilidades de financiación y el volumen de los recursos allegados”. (JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *Sociedades cotizadas, aumentos de capital y derecho de suscripción preferente. Una consideración económica*, Madrid, Thomson - Civitas, 1993, pág. 74). En relación con el procedimiento expresa que “[...] consiste en prever un período inicial de varios días para la formulación de mandatos o propuestas de suscripción de las acciones, durante el cual los peticionarios cuentan con la única referencia —junto a la cotización bursátil, claro— de un precio o banda de precios de carácter indicativo. Al término de ese período, atendiendo a la reacción que merezca el ofrecimiento de las acciones en el mercado y a la mayor o menor demanda generada para la adquisición de estas, procede el emisor —de consuno con la entidad coordinadora o directora de la oferta— a precisar un precio de suscripción de los valores, al que suele atribuirse un carácter máximo a efectos de la posterior determinación del precio final y que por tanto tampoco es definitivo. Es entonces cuando se abre propiamente el período de oferta pública, que por lo general consiste en un plazo de varios días durante el cual los inversores, además de poder realizar solicitudes adicionales, deben confirmar los mandatos o propuestas de suscripción efectuados con anterioridad (o revocarlos, al ser habitual tener por confirmados aquellos que no sean expresamente retirados) y que suelen ser de adjudicación preferente. Y es solo al término de este período cuando, de acuerdo siempre con los criterios previstos en las condiciones de la emisión, se procede a la determinación del precio definitivo de las nuevas acciones [...]” (JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *Sociedades cotizadas, aumentos de capital y derecho de suscripción preferente, una consideración económica, op. cit.*, pág. 74).

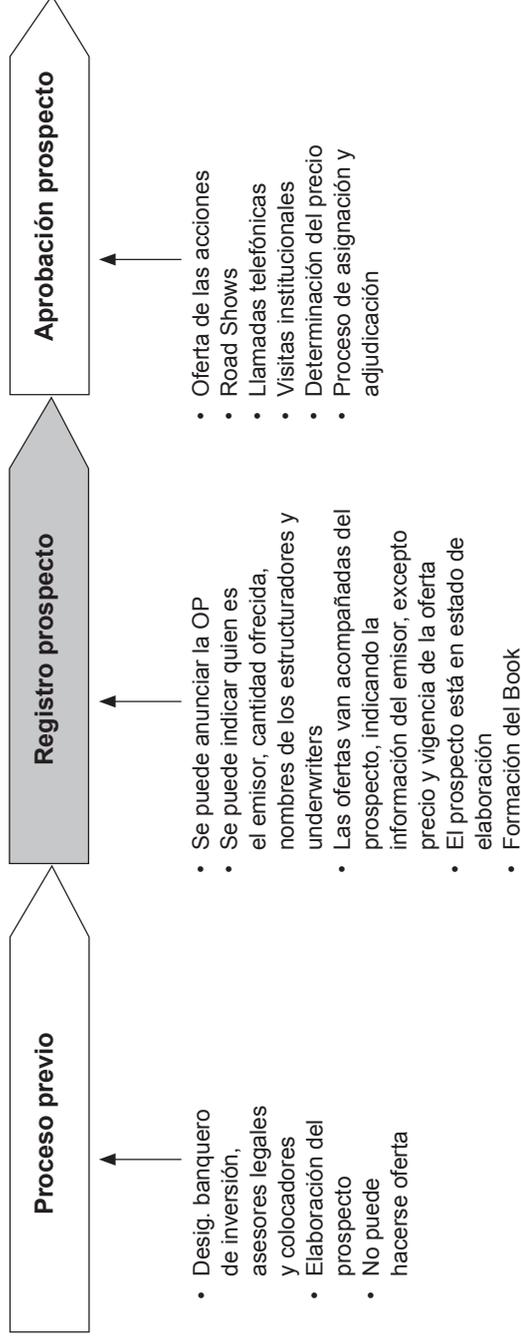
building. Con cierta fortuna la ley 964 de 2005, previó un marco legal completo en relación con la intervención en la regulación del mercado público de valores, a partir del cual se hizo posible desarrollar instrumentos regulatorios concretos en materia de emisión y colocación de valores, especialmente asociados con la realidad del mercado de valores. Este hecho evidencia un aspecto de singular importancia en la dinámica del mercado de valores: los procesos de emisión y colocación de valores en un mercado de valores son sustancialmente diferentes a los que se hacen entre sociedades que no participan de dicho mercado. La técnica, las prioridades e incluso la finalidad de la colocación de los valores atienden supuestos incomparables; si bien, la finalidad común y última es la de incrementar el capital de una sociedad, tener como marco de referencia para la colocación un marco que rebasa los límites de la sociedad emisora, hace absolutamente necesario atender el interés general de los inversionistas, la garantía de dar un trato igualitario a estos, la transparencia de la operación, liquidez de los valores, formación de precios, funcionamiento del mercado secundario y plena información, entre otros.

El desarrollo y la adopción de una regulación que contempla la posibilidad de estructurar la emisión y colocación de valores mediante la construcción del libro de ofertas (*book building*), permite que los emisores de valores puedan disponer de un método que supone interactuar con el mercado como presupuesto para adelantar una emisión, y compatibilizar nuestra regulación con la práctica internacional, de manera que pueda efectuarse sin mayores dificultades una emisión y colocación simultánea de valores en el mercado local e internacional. Así mismo, se hace énfasis en la responsabilidad y autonomía que debe tener tanto el emisor como el estructurador y colocador de la emisión de valores en la administración de procedimientos de colocación, con el propósito de que puedan efectuarse emisiones de valores por medio de ofertas públicas aprovechando de la mejor manera posible la dinámica del mercado de valores. El propósito que en parte persigue este mecanismo es el de alentar la autonomía y responsabilidad que se debe tener en el proceso de mercadeo, promoción preliminar, formación del libro y asignación y distribución de los valores, sobre la base de que este instrumento de colocación hace más eficiente la determinación del precio y el tamaño de una emisión de valores, pero además tiene en cuenta el funcionamiento del mercado secundario en cuanto a la liquidez y formación de precios de los valores emitidos.

El artículo 6.2.2.1.1 define el mecanismo con referencia a la oferta pública, señalando que “La oferta pública de valores mediante la

Gráfica 2

Oferta pública de valores mediante construcción del libro de ofertas
Estructura general:



construcción del libro de ofertas consiste en el procedimiento según el cual un emisor puede determinar el precio, la distribución y asignación de los valores a emitir y el tamaño de la emisión, ya sea directamente o por intermedio de un tercero, a través del mercadeo, la promoción preliminar de los valores y la recepción y registro de órdenes de demanda en un libro de ofertas, [...]”.

La oferta pública de valores mediante la construcción del libro plantea una estructura sustancialmente diferente al esquema del Código de Comercio a partir de la noción de oferta y del reglamento de emisión y colocación. El Código de Comercio no considera la dinámica del mercado de valores, la noción de inversionistas como un colectivo, la participación de los intermediarios y la interacción que existe entre el mercado primario y secundario. Frente a un procedimiento rígido y segmentado, cuyas etapas no pueden superponerse, la oferta pública mediante la construcción del libro de ofertas parte de una serie de elementos que obedecen por completo al funcionamiento del mercado de valores. Por ejemplo, considera la optimización del precio y del tamaño de la emisión con fundamento en el mercado; busca fijar un precio de la emisión tan alto como sea posible, sin que el mismo pueda suponer una pérdida de interés de los inversionistas, a partir de la proyección de cuál es el interés de estos y de cuanto estarían dispuestos a pagar por determinado valor.

Formalmente el proceso se inicia a partir del registro del prospecto de información preliminar en la Superintendencia Financiera y se extiende hasta la etapa de distribución y asignación de los valores. La etapa subsiguiente corresponde al período de construcción del libro y se extiende entre la fecha y hora de apertura del libro de ofertas y la fecha y hora fijadas para su cierre. Este período se surte a partir del momento en que se obtiene la autorización de la oferta pública. Posteriormente y una vez cerrado el libro, se da inicio a la etapa de asignación y colocación.

En la primera etapa, desde la fecha en que se efectúa la solicitud de autorización de la oferta y se registra el prospecto de información preliminar⁷⁵, el emisor puede iniciar las actividades de mercadeo y

⁷⁵ De acuerdo con el num. 2 del art. 6.2.2.1.1 del decr. 2555 de 2010, considerando la naturaleza especial de esta clase de oferta, el prospecto preliminar debe precisar una serie de aspectos, que son los que lo caracterizan desde el punto de vista del procedimiento de construcción del libro, tales como: a) el período durante el cual estará abierto el libro de ofertas, indicando la forma. En el caso previsto en el parg. del num. 1 de este artículo, el agente de manejo podrá iniciar la construcción del libro un mes antes de la presentación de la información necesaria para que se dé la autorización automática como

promoción de los valores objeto de la emisión⁷⁶, que corresponde a un proceso de difusión, mercadeo, promoción y publicidad de una emisión de mayor alcance al que establece el proceso de promoción preliminar de valores que desarrolla el artículo 6.2.1.1.1 del decreto 2555 de 2010, y en este sentido se convierte en una especie de consulta entre la sociedad emisora, intermediarios, colocadores e inversionistas, con lo cual el alcance de esta modalidad de oferta hace que también se convierta en un mecanismo de distribución y asignación de valores. Si se entiende como una técnica de colocación de valores, se trata de considerar tanto el interés del emisor como el de los inversionistas.

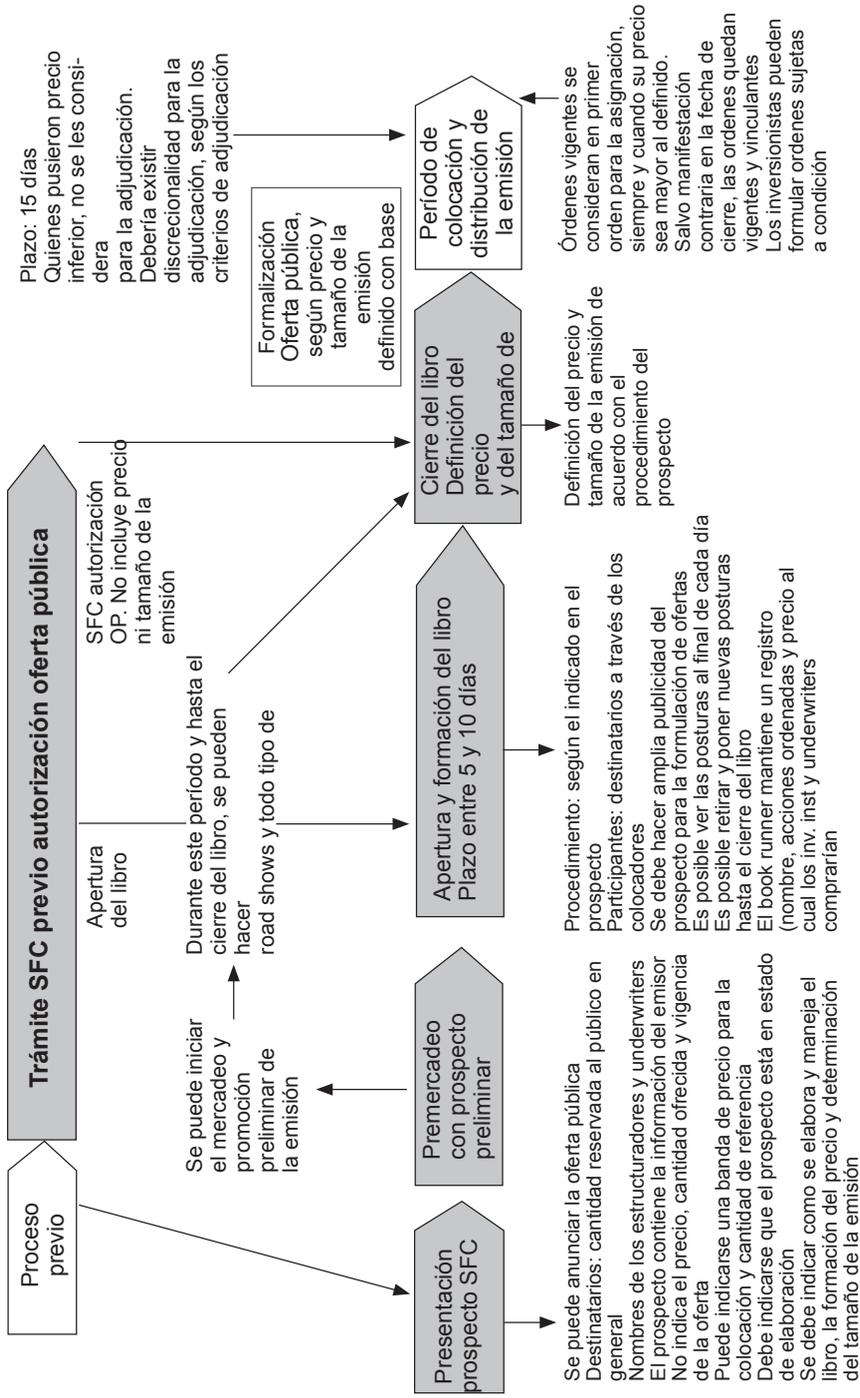
La segunda etapa corresponde al período de construcción del libro y su desarrollo es una responsabilidad conjunta del administrador del libro y del emisor. En esta etapa los inversionistas pueden incluir, excluir, modificar o agregar sus demandas. La promoción preliminar y las actividades de mercadeo que se lleven a cabo se pueden adelantar utilizando cualquier medio de difusión, incluyendo la celebración de reuniones, la utilización de medios tecnológicos como soporte e

se determinará e informará la fecha y hora de su apertura y cierre; b) los destinatarios de la oferta; c) los responsables de la administración, de la colocación, de la construcción del libro de ofertas, de la determinación del precio o de la tasa, y de la asignación y de la distribución de los valores; d) las vueltas, lotes o tramos en los cuales se dividirá la emisión, cuando a ello haya lugar o la forma de su determinación; e) las reglas de organización y funcionamiento del libro de ofertas de los valores objeto de la emisión; f) la mención de que el precio o la tasa de colocación y el tamaño de la emisión se determinarán de acuerdo con el libro de ofertas, lo cual se entenderá como un procedimiento reconocido técnicamente para los efectos previstos en el literal d) del artículo 41 de la ley 964 de 2005. Si el emisor podrá ejercer la opción de aumentar el monto de valores por emitir o por colocar, en los casos en que la demanda exceda la cantidad de valores que se hubiere proyectado emitir, y g) si existe derecho de preferencia de los accionistas en la suscripción de acciones o bonos convertibles en acciones.

⁷⁶ Para este propósito se aplica el art. 6.2.1.1.1, en sus num. 1, 2, 3, 4 sublits. i) y ii) y 5.

De acuerdo con el párr. del num. 1 del art. 6.2.2.1.3, para los casos de valores emitidos en procesos de titularización con inscripción automática, el agente de manejo podrá utilizar el mecanismo de construcción del libro de ofertas y debe presentar el prospecto de información utilizado para el mercadeo y promoción de dichos valores y la demás información necesaria para que se dé la autorización automática de la oferta pública, dentro de los cinco días hábiles anteriores al proceso de asignación y distribución de que trata el numeral 5 de dicho artículo. Por otra parte, de acuerdo con el num. 3 del mismo artículo, en los procesos de titularización con inscripción automática, el agente de manejo podrá iniciar la construcción del libro un mes antes de la presentación de la información necesaria para que se dé la autorización automática.

Gráfica 3 Oferta pública de valores mediante construcción del libro de ofertas



incluso el uso de medios masivos de comunicación, siempre y cuando se advierta que se trata de una promoción preliminar de un proceso en trámite de aprobación que no connota una oferta pública, y que el prospecto puede ser complementado o corregido directamente o mediante los intermediarios de valores que se indiquen en el prospecto de información. Por su parte, el emisor debe verificar ciertos aspectos que forman parte de la función del administrador del libro, entre otros, que reciba todas las posturas de demanda que cumplan las condiciones de la oferta, que el sistema o mecanismo que se utilice para la construcción del libro garantice condiciones de igualdad en el acceso y transparencia, que el libro cuente con un registro diario de las demandas de los valores objeto de la emisión, y que se cierre simultáneamente para todos los destinatarios de la oferta⁷⁷.

Mientras que en las ofertas públicas de colocación ordinaria, la publicación del aviso constituye el hito mediante el cual se formaliza la oferta, en las ofertas públicas mediante la construcción del libro de ofertas, se prescinde por completo de la formalidad de la publicación del aviso; en lugar de esto, una vez fijado el precio de colocación y el tamaño de la emisión, se debe reportar el precio al RNVE, la bolsa y demás sistemas de negociación, con lo cual se entiende formalizada la oferta pública. La eliminación del aviso de oferta se sustenta en el hecho de que la utilización de este método supone un proceso de difusión más amplio que el de la publicación del aviso y elimina de paso, problemas operativos en el desarrollo del procedimiento de formación del libro. Por otra parte, la fijación del precio o la tasa de colocación de los valores que se vayan a ofrecer públicamente en el mercado primario y el tamaño de la emisión no son necesarios para obtener la autorización de la oferta, por cuanto esto precisamente será determinado con fundamento en la construcción del libro de ofertas y todo el proceso de mercadeo, promoción preliminar y la demanda de valores registrada en el libro de ofertas.

La tercera y última etapa de la oferta pública mediante la construcción del libro, es responsabilidad del emisor o del colocador de los valores, y corresponde al proceso de asignación y distribución de los valores emitidos. Esta se inicia a partir de la fecha en que se haya fijado el precio o la tasa de colocación y se hará respecto de las órdenes que hayan quedado registradas en el libro de ofertas, admitiéndose incluso

⁷⁷El num. 3 del art. 6.3.1.1.2 del decr. 2555 de 2010 detalla las reglas y procedimiento de esta etapa.

la posibilidad de que se puedan presentar demandas con posterioridad a la fecha en que quede formalizada la oferta, siempre y cuando ello se haya establecido así en el prospecto de información.

c) *Oferta pública de valores por medio de mecanismos de subasta.* El artículo 2.10.7.1.17 del decreto 2555 de 2010 contempla de manera expresa la posibilidad de efectuar martillos para rematar acciones en el mercado primario, con lo cual, mediante oferta pública se puede efectuar la colocación de acciones por el mecanismo de martillo en el mercado primario. Las reglas y procedimientos que se aplican para la ejecución de este mecanismo son las mismas que se desarrollan para el procedimiento general del martillo, el cual corresponde a un mecanismo de remate de acciones ya emitidas y en circulación, es decir, propio del mercado secundario (arts. 2.10.7.1.1 y ss.). En rigor, el mecanismo supone efectuar una combinación del procedimiento ordinario de emisión y colocación de acciones mediante oferta pública con las normas propias de la subasta en un martillo, exceptuando la aplicación de la regla prevista para las ofertas de venta permanentes y la suspensión de la negociación bursátil de las acciones por colocar, mediante remate hasta el día siguiente a la publicación del primer aviso, en caso de que las acciones ya sean objeto de negociación en bolsa, por tratarse de disposiciones que se relacionan directamente con la negociación de valores en el mercado secundario⁷⁸, y por supuesto no aplicables a una operación de colocación de acciones, la cual es típica del mercado primario.

Desde el punto de vista formal es necesario que en el reglamento de emisión y colocación de las acciones se establezca que el procedimiento de colocación que se aplicará corresponderá al de subasta en martillo. Aparte de la revelación de esa decisión, no es necesario hacer mención a ningún aspecto adicional. Los detalles del procedimiento y las reglas específicas del martillo deben ser incluidas en el prospecto de información de la emisión, el cual sustituye el cuadernillo de ventas propio del martillo y cuyos requisitos se encuentran en el artículo 2.10.7.1.8 del decreto 2555 de 2010. La sustitución del cuadernillo de ventas por el prospecto de información da preeminencia al principio de información característico de las ofertas públicas de valores, sin dejar de lado los aspectos estrictamente procedimentales del martillo, los cuales en todo caso deben quedar en el prospecto de información, tal y como ya se ha indicado.

⁷⁸ Ver art. 2.10.7.1.9 y el parg. del art. 2.10.7.1.10 del decr. 2555 de 2010.

Por tratarse de una operación de colocación de acciones por oferta pública, la única limitación existente desde el punto de vista del procedimiento debería estar determinada por los supuestos que desarrolla la ley 964 de 2005: a personas no determinadas, sectores o grupos relevantes o por medios masivos de comunicación; sin embargo, por fuera de ese criterio, el artículo 2.10.7.1.18 del decreto 2555 de 2010, establece dos únicas modalidades para el desarrollo de la colocación de acciones, las cuales tienen en común sustraer en la práctica del martillo un monto equivalente al veinte por ciento⁷⁹ de las acciones por colocar, con el propósito de ser ofrecidas al público en general, por fuera de la subasta, por el procedimiento de colocación ordinario de la oferta pública, al precio base del remate y considerando que en la distribución habrá prorrato en caso de que la demanda sea superior al monto del veinte por ciento dirigido al público en general.

En la primera modalidad se estima iniciar el remate con una etapa previa al procedimiento regulado en el artículo 2.10.7.1.11, en la cual se debe ofrecer al público en general al menos el veinte por ciento de las acciones objeto del martillo, al precio base y con prorrato. Para la adjudicación solo se considerarán las aceptaciones que se hayan presentado por un máximo del cinco por ciento de las acciones objeto de la operación. Agotada esta etapa, se dará curso al martillo por el remanente de las acciones, incluyendo las que no hayan sido adjudicadas en la etapa previa, aplicando el procedimiento ordinario del martillo previsto en el artículo 2.10.7.1.11 del decreto 2555.

La segunda modalidad difiere de la primera en la oportunidad para efectuar el ofrecimiento al público en general de parte de las acciones objeto de la colocación. En este caso la oferta al público se hace con posterioridad a la celebración del martillo, no antes de cinco días hábiles ni después de quince días hábiles contados desde la fecha de realización del martillo. La cantidad que se quiere ofrecer, el precio de colocación y las aceptaciones por considerar obedecen a los mismos criterios aplicables a la primera modalidad.

La carga que se impone al emisor que pretenda efectuar una colocación de acciones por medio de un martillo, de sustraer de la cantidad de accio-

⁷⁹ En los casos en que el valor de las acciones a colocar supere la cifra de 750.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes a la fecha de celebración del martillo, el veinte por ciento mínimo que debe ofrecerse al público en general se puede reducir al diez por ciento del total de las acciones ofrecidas en venta.

nes que quiere ofrecer un veinte por ciento para ofrecerle públicamente por el procedimiento ordinario, no es consistente con las reglas de los otros procedimientos de colocación. Esta parece estar alentada por un propósito de dispersión o democratización de la propiedad accionaria que no es propio ni característico de una operación de colocación de acciones, en las cuales, acorde con las modalidades de la oferta pública puede estar dirigida a los propios accionistas del emisor, a un sector o grupo de ellos, a un sector o grupo relevante, e incluso a un grupo de no accionistas, o como puede suceder con el procedimiento de construcción del libro de ofertas, una adjudicación sujeta a la discrecionalidad del colocador de los valores.

C) Ofertas públicas en el segundo mercado

La existencia del segundo mercado como un segmento de la estructura del mercado de valores en el cual se negocian valores entre cierta clase de inversionistas, supone, de la misma manera que ocurre en el mercado principal, la posibilidad de efectuar la colocación de valores en el mercado primario y su negociación en el mercado secundario del segundo mercado. Para precisar este tema, la existencia de un segundo mercado significa, por oposición, la existencia de un primer mercado o un mercado principal. Nuestra regulación define de manera bastante deficiente el mercado principal⁸⁰; sin embargo, este corresponde al segmento del mercado en el cual se emiten, suscriben, colocan y negocian los valores inscritos en el RNVE, sin que exista limitación alguna en relación con la calidad o condiciones de las personas que pueden suscribir o negociar tales valores. Por el contrario, en el segundo mercado existen ciertas restricciones, que no se predicen ni de los emisores ni de los intermediarios, sino de los inversionistas que pueden participar en dicho mercado. Tal y como lo indica el artículo 5.2.3.1.1 del decreto 2555 de 2010, el segundo mercado corresponde a la emisión, suscripción, colocación y negociación de valores entre inversionistas autorizados. Tales inversionistas de acuerdo con los artículos 5.2.3.1.3 y 5.2.3.1.4 corresponden a los inversionistas calificados, los cuales por la remisión de la norma son los que se definen como inversionistas

⁸⁰ El párr. 1º del art. 5.2.3.1.1 del decr. 2555 de 2010, define el mercado principal como las negociaciones de títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE conforme a lo dispuesto en la parte quinta de dicho decreto, parte dentro de la cual también se encuentra la regulación del segundo mercado.

profesionales⁸¹. En este contexto el segundo mercado corresponde a un mercado creado exclusivamente para inversionistas profesionales⁸².

En términos generales las reglas y procedimientos de la oferta pública en el mercado primario de valores que forman parte del segundo mercado se sujeta a los mismos presupuestos del mercado principal en cuanto a la necesidad de inscripción en el RNVE⁸³, formulación de la oferta pública, preparación del prospecto de información, requisitos y obligaciones de los emisores y valores listados en dicho mercado. Por supuesto, el registro de los valores que se van a emitir, colocar y negociar en dichos mercados debe hacerse de manera exclusiva en el segundo mercado y en tal sentido los valores allí registrados solo podrán negociarse en tal segmento pues no cabe la posibilidad de que simultáneamente formen parte del segundo mercado y del mercado

⁸¹ El art. 5.2.3.1.4 del decr. 2555 de 2010, establece como excepciones a la participación exclusiva de inversionistas calificados en el segundo mercado a: 1. Las compraventas de acciones o bonos convertibles en acciones que efectúen entre sí los accionistas de la sociedad emisora. 2. Las suscripciones de acciones o de bonos convertibles en acciones que se efectúen en uso del derecho de preferencia. 3. Las readquisiciones de acciones que se realicen de conformidad con las disposiciones legales establecidas para el efecto.

⁸² Los inversionistas profesionales son, de acuerdo con el art. 5.2.3.1.5 del decr. 2555 de 2010, aquellas personas calificadas como inversionistas profesionales en los términos de la Parte 7 Libro 2 del decr. 2555, esto es, quien según el art. 7.2.1.1.2 “Podrá tener la calidad de «inversionista profesional» todo cliente que cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. Para efectos de ser categorizado como «inversionista profesional», el cliente deberá acreditar al intermediario, al momento de la clasificación, un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) SMMLV y al menos una de las siguientes condiciones: 1. Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) SMMLV, o 2. Haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta (60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) SMMLV”.

⁸³ De acuerdo con el art. 5.2.3.1.8 del decr. 2555 de 2010, “Los valores que vayan a ser negociados en el segundo mercado se entienden inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), siempre que el emisor envíe de manera previa a la Superintendencia Financiera de Colombia los documentos que establece el artículo citado. En relación con la actualización en el RNVE, los documentos requeridos para obtener la autorización para hacer una oferta pública, el procedimiento para hacerlo y el régimen de información, se sujeta a reglas especiales según lo previsto en el decreto 2555, todo lo cual supone un régimen menos formal y exigente en relación con las reglas establecidas para el mercado principal”.

principal, y solo por inversionistas que tengan la calificación de profesionales.

La oferta pública en el mercado primario del segundo mercado solo puede hacerse sobre valores registrados en dicho mercado y estar dirigida a inversionistas profesionales⁸⁴. Esta es la diferencia que existe en relación con las ofertas públicas en el mercado principal. La regulación ha establecido un régimen de autorización general, y en este sentido una aparente mayor flexibilidad, de manera que no se requiere de una autorización previa e individual, sino que se entiende impartida la autorización de la inscripción en el RNVE y de la oferta pública, en tanto se dé cumplimiento a los diferentes requisitos que establece el decreto 2555 de 2010⁸⁵.

El régimen de autorización previa y general del registro de valores en el segundo mercado⁸⁶, exige el cumplimiento de los requisitos que establece el artículo 5.2.3.1.8⁸⁷. Por su parte, la oferta pública

⁸⁴ Tal y como se precisó al examinar el tema de los sectores o grupos relevantes como una modalidad o categoría de las ofertas públicas, podría pensarse que la formulación de una oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas profesionales, sea en el mercado principal o en el segundo mercado, es una clara manifestación y desarrollo de la ley 964 de 2005, en cuanto la letra b) del art. 4º, señala que será pública la oferta dirigida a sectores relevantes. Sin embargo, tal posibilidad de interpretación choca con la realidad de ciertas colocaciones que podrían conducir a afirmar que los inversionistas profesionales, especialmente los inversionistas institucionales, en realidad no cabrían dentro de dicha categoría, y que en los casos en que se dirigen ofertas a esa clase de inversionistas estaríamos ante ofertas de naturaleza privada. LÓPEZ PASCUAL y ROJO SUÁREZ, afirman que en algunos casos “[...] los inversores objetivo de la emisión puede ser un colectivo reducido o puede darse el caso de que ese colectivo, a su vez esté dotado de amplia experiencia y profesionalidad en los mercados financieros. / Entonces ya no hablamos de oferta pública de valores propiamente dicha, sino que estamos hablando de colocaciones privadas ([...]) podemos diferenciar dos escenarios en la colocación privada: a) emisión dirigida a inversionistas profesionales. Como inversionistas profesionales podemos entender inversionistas institucionales, como fondos de inversión, compañías de seguros, fondos de pensiones, etc. De esta forma, los nuevos valores van destinados a agentes que, por sus características concretas, no precisarán tanta información como podría precisar un inversor individual [...]” JOAQUÍN LÓPEZ PASCUAL y JAVIER ROJO SUÁREZ, *Los mercados de valores, organización y funcionamiento*, op. cit., pág. 77.

⁸⁵ Art. 5.2.3.1.12, del decr. 2555 de 2010, modificado por el decr. 1019 de 2014, art. 6º.

⁸⁶ Art. 5.2.2.1.11, del decr. 2555 de 2010, adicionado por el decr. 1019 de 2014, art. 2º.

⁸⁷ Tales requisitos corresponden a los siguientes: 1. Constancia expedida por el representante legal del emisor en la cual se certifique que se ha enviado o puesto a disposición de los inversionistas autorizados el prospecto de colocación de que trata el art. 5.2.3.1.22 del presente decreto; 2. formulario de Inscripción totalmente diligenciado según el

se entiende autorizada sobre la base de que se siga el procedimiento que establece el artículo 5.2.3.1.13 y se cumplan los requisitos que señala el artículo 5.2.3.1.12, los cuales corresponden a la manifestación escrita del representante legal del emisor en la cual se indique la intención de efectuar una oferta pública de valores en el segundo mercado, y a la presentación del prospecto de emisión y el proyecto de aviso de oferta, y de certificación emitida por el representante legal del emisor en la que conste que ha dado un trato equitativo a todos los inversionistas autorizados en relación con el suministro de la información, de conformidad con lo dispuesto en el párrafo 1° del artículo 5.2.3.1.22 del citado decreto⁸⁸. El procedimiento que se debe seguir bajo el régimen de autorización general básicamente corresponde a la ejecución de un proceso de promoción durante el término de un mes dirigido a los potenciales inversionistas y el cual tiene el propósito de poner a disposición de estos toda la información relacionada con el emisor que pueda ser requerida para decidir sobre la realización de la inversión. Este aspecto también resulta interesante desde el punto de vista regulatorio, por cuanto el proceso de premercado en el ámbito de las ofertas públicas en el mercado principal es una opción y no una obligación, como parece ser en el segundo mercado. Una vez se haya

formato establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia para el segundo mercado; 3. certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora, expedido con no más de un mes de antelación respecto de la fecha de su presentación; 4. facsímil o modelo del respectivo valor, en el cual deberá incluirse en forma destacada la mención de que el mismo solo puede ser adquirido por los inversionistas autorizados conforme a lo dispuesto en el presente título; 5. advertencia en caracteres destacados que la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE no implica certificación por parte del emisor, y 6. cuando los valores estén denominados en una moneda diferente al peso colombiano, deberá anexarse copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales, cuando a ello haya lugar.

⁸⁸ La redacción del art. 5.2.3.1.12 en relación con el aviso de oferta indica que debe dirigirse a todos los inversionistas autorizados, indicando claramente que los títulos solo podrán ser adquiridos por tales inversionistas. Aparentemente sugiere que estas ofertas en el segundo mercado necesaria y obligatoriamente deben dirigirse a todos los inversionistas calificados, con lo cual se estaría estableciendo una limitación a la libertad de emisión y a la posibilidad de que el emisor decida dentro del marco de lo que constituye la oferta a qué clase de inversionistas calificados la formulará, incluyendo la opción de hacerlo frente a un número limitado de inversionistas o a un sector o grupo relevante de estos. Consideramos que la redacción de este numeral no limita esa opción y por lo tanto un emisor podrá definir con entera libertad a qué clase de inversionistas calificados dirigirá su oferta.

dado cumplimiento a esta obligación, el emisor procederá, según la norma, dentro de los seis meses siguientes a la autorización de la respectiva oferta, a efectuar la oferta y colocación de los valores.

Cabe precisar que la emisión de valores dirigida al segundo mercado también puede realizarse mediante la estructuración de programas de emisión y colocación de valores. Así mismo, la realización de la oferta pública para la colocación de los valores podrá hacerse en cualquiera de las modalidades admisibles, esto es, por el procedimiento ordinario, formación del libro o subasta.

El hecho de que el segundo mercado sea exclusivo para inversionistas calificados explica en gran medida ciertas diferencias sustanciales con el régimen de oferta pública del mercado principal, especialmente desde el punto de vista de la información que el emisor debe suministrar a los inversionistas. En este sentido los requisitos que debe cumplir el prospecto de información son menos estrictos y exigentes comparados con los que requiere la elaboración del prospecto de información en el mercado principal. El artículo 5.2.3.1.14 del decreto 2555 de 2010 establece los requisitos que debe cumplir este documento en el segundo mercado, dentro de los cuales se resalta que es necesario incluir de manera destacada la advertencia de que los valores que forman parte del segundo mercado sólo podrán ser adquiridos por los inversionistas autorizados. Otro de los aspectos que marca la diferencia es que en las emisiones de bonos dirigidas al segundo mercado no es necesario tener representante legal de tenedores de bonos, lo cual, además de significar una disminución de costos, desarrolla un criterio en el cual se asume la no necesidad de contar con ciertos mecanismos de protección de los derechos de los inversionistas cuando una de las partes es un inversionista calificado⁸⁹. Desde el punto de vista del monto de la emisión, en el segundo mercado no se aplican los montos mínimos exigidos para bonos y papeles comerciales en el mercado principal. Así mismo, para las titularizaciones en el segundo mercado no se aplican las seguridades y mecanismos de sobrecolateralización previstas para el mercado principal.

También es preciso mencionar que de acuerdo con el artículo 5.2.3.1.22 del decreto 2555 de 2010, los emisores que deseen participar en el segundo mercado deben remitir un prospecto de colocación a los inversionistas autorizados que hayan demostrado interés en la emisión. La información del prospecto de colocación podrá ser acordada

⁸⁹ Decr. 2555 de 2010, art. 5.2.3.1.15.

de manera contractual entre el emisor y los inversionistas autorizados que hayan demostrado interés en la emisión. Sin perjuicio de dicho acuerdo, el prospecto de colocación debe mencionar adicionalmente a lo establecido en el artículo 5.2.3.1.14, un contenido mínimo que establece la norma arriba citada.

Finalmente, en cuanto a la información periódica para el inversionista, el artículo 5.2.3.1.23 del citado decreto dispone que los emisores que formen parte del segundo mercado deben actualizar a solicitud de al menos uno de los inversionistas tenedores de los valores, ya sea físicamente o en su página web, la información de que tratan los artículos 5.2.4.1.2 y 5.2.4.1.3 del decreto 2555 de 2010.

Respecto de la información relevante de que trata el artículo 5.2.4.1.5 del mencionado decreto, esta debe ser actualizada permanentemente por el emisor a los inversionistas tenedores de los valores y a los inversionistas autorizados que hayan demostrado interés, ya sea físicamente o en su página web.

D) Ofertas públicas en función del lugar de colocación

El lugar de colocación también tiene una función importante en el ámbito de la oferta pública de valores. El emisor de valores, quien es el oferente, no solo puede determinar el tipo de inversionistas a los cuales está dirigida una oferta pública de valores (personas no determinadas, sectores o grupos relevantes o que se formulen por medios masivos de comunicación); también puede determinar el territorio en el cual tendrá vigencia y validez su oferta. En este sentido se hacen importantes ciertas consideraciones en relación con el territorio en el cual se colocarán los valores objeto de una emisión: por una parte, están las particularidades del emisor, desde el punto de vista de sus necesidades de financiación (el tamaño de la emisión), y de otra, la clase de mercado al cual quiere acceder, la importancia del mismo, la capacidad de un determinado mercado, el tipo, tamaño e importancia de los inversionistas, e incluso la clase de valores que son susceptibles de ser emitidos. En últimas, se trata del territorio escogido para efectuar la colocación de los valores, en función del cual se pueden clasificar las ofertas públicas de valores en i) locales, ii) exclusivas en el exterior y iii) ofertas públicas simultáneas en el mercado local y en mercados del exterior.

a) *Ofertas en el mercado local.* Por obvias razones constituyen el foco de atención de la ley y la regulación expedida por el gobierno y la

Superintendencia Financiera. Su ámbito material va desde la definición de los elementos que forman parte de la oferta pública previstos en la ley 964 de 2005, la regulación adoptada por el gobierno nacional por medio del decreto 2555 de 2010 y ciertos aspectos puntuales delegados a la Superintendencia Financiera como es el caso del contenido de los prospectos de información, cuya aplicación cubre de manera íntegra el territorio nacional. De esta manera, las ofertas públicas de valores en el mercado local corresponden a las que efectúen dentro del territorio nacional aquellas sociedades, entidades u organismos considerados susceptibles de ser emisores de valores, de conformidad con la autorización que otorgue la Superintendencia Financiera y sujetas en un todo a la regulación expedida por el gobierno. Con fundamento en los supuestos que desarrolla la letra b) del artículo 4º de la ley 964 de 2005, específicamente el de considerar como oferta pública la que se dirija a sectores o grupos de personas relevantes, es posible segmentar desde el punto de vista territorial una oferta pública de valores y dirigirla en el ámbito local a inversionistas que se encuentren dentro de un determinado territorio o cuyo asiento principal de sus negocios esté en un área determinada, en un departamento o en una ciudad. En cualquier caso, independientemente de que la oferta pública tenga un ámbito nacional o regional, estas se clasifican como ofertas locales.

b) *Ofertas públicas de valores en el exterior.* Las entidades, organismos o sociedades constituidas en nuestro territorio pueden efectuar ofertas de valores, públicas o privadas, en otras jurisdicciones, sin que se requiera autorización de la Superintendencia Financiera y sin que se aplique la regulación local en materia de ofertas públicas a dichas ofertas de valores. La previsión contenida en el artículo 6.12.1.1.1 del decreto 2555 de 2010, elimina cualquier duda en relación con el derecho de los emisores locales, independientemente de que participen o no en el mercado local y del tamaño de la emisión o del tipo de instrumento que emitan, de acudir a los mercados internacionales para efectuar ofertas y colocación de valores. El supuesto que se desarrolla esencialmente atiende la libertad de emisión de valores, el acceso a otros mercados y la no aplicación de la regulación local a ofertas cuyos destinatarios se encuentran en otras jurisdicciones y, en consecuencia, tanto el régimen de las ofertas, procedimientos, requisitos, etc., así como las normas de protección de los derechos de los inversionistas se rigen por las normas en cuya jurisdicción se hace la oferta. La no aplicación de las normas colombianas se limita exclusivamente a las que se relacionan con el mercado de valores, por lo cual, el régimen tributario, cambiario y de

inversiones en el exterior se aplica en lo que corresponda a tales operaciones con valores cuya emisión y colocación se hace en mercados extranjeros.

c) *Ofertas públicas simultáneas en el mercado local e internacional.* Tal y como existen ofertas de valores exclusivas en el mercado local y ofertas de valores exclusivas en los mercados del exterior, existe una modalidad de oferta que desde el punto de vista de las jurisdicciones a las cuales se dirige, combina la oferta y colocación de valores tanto en el mercado local como en los mercados internacionales. Bajo la consideración de que parte de la oferta o un componente de ella se dirige al mercado local, la regulación dispuesta en materia de valores para nuestro mercado se aplica en su integridad, en combinación con la regulación de las jurisdicciones en las cuales se efectúe la oferta.

En relación con esta modalidad de oferta pública, se establece que las entidades constituidas en Colombia habilitadas para ser emisores de valores, pueden efectuar una oferta pública de manera simultánea en el mercado local y en los mercados internacionales, para lo cual se requiere la autorización de la Superintendencia Financiera. Cabe precisar que esta autorización no es y no puede entenderse como una autorización que abarca tanto a la oferta pública local como la que se haga en el exterior, sea esta privada o pública. La autorización que se imparte en Colombia por la Superintendencia Financiera se refiere y cubre exclusivamente la porción que habrá de ofrecerse y colocarse en nuestro territorio, y por supuesto no incluye ni abarca la porción cuya oferta y colocación se hará en el exterior. Ahora bien, si se trata de una oferta simultánea de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones, es necesario que la sociedad emisora tenga sus acciones listadas en bolsa en Colombia. Por el contrario, si se trata de una oferta exclusiva en el exterior de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones es indiferente que las acciones estén o no listadas en bolsa en Colombia.

La compatibilización de normas y procedimientos de la legislación local con las legislaciones de las jurisdicciones del exterior en la cual se hará la oferta, es un aspecto de especial importancia. Para ello, el artículo 6.13.1.1.1 del decreto 2555 de 2010 prevé de manera expresa esta posibilidad, y en tal sentido, dispone que la Superintendencia Financiera podrá aceptar las prácticas internacionales que faciliten la colocación de los títulos, incluyendo el proceso de formación de precios y el plazo de la oferta. Teniendo en cuenta que tratándose del reglamento de emisión y colocación de acciones, específicamente en

relación con el precio, el artículo 41 de la ley 964 de 2005 exige que la determinación de este se haga con fundamento en un procedimiento técnico, la regulación ha reconocido que la determinación del precio que se hace a partir de la formación del libro (*book building*) se entiende como un procedimiento técnico y en tal sentido se puede adelantar de manera exclusiva en aquella jurisdicción en la cual se vaya a ofrecer la mayor parte de los valores.

Lo mismo sucede en relación con el prospecto de información de la emisión en el cual también se admite la compatibilización de los procedimientos y requisitos que se requieren en cada jurisdicción. Dicho prospecto podrá ser elaborado en el idioma en el que las prácticas comerciales lo exijan y de acuerdo con la legislación de las jurisdicciones extranjeras que sean parte de la oferta simultánea. En todo caso, los ejemplares del prospecto de información que tengan que ser depositados en el RNVE y los que vayan a circular en Colombia, deben incluir en español el contenido del prospecto de información, de acuerdo con las normas establecidas en el decreto 2555 de 2010 (art. 5.2.1.1.4) y las que establezca la Superintendencia Financiera, incluyendo las menciones especiales que exigen las disposiciones colombianas en el prospecto según la clase de valor y cualquier aspecto que pueda ser relevante para los inversionistas nacionales. Esta obligación en últimas supone una armonización de las normas aplicables en cada uno de los países objeto de la oferta simultánea y por consiguiente un esfuerzo para articular el contenido de dicho documento en función de las reglas de información aplicables en cada jurisdicción.

E) *La revocabilidad de las ofertas públicas de valores en el mercado primario*

La letra b) del artículo 4° de la ley 964 de 2005 atribuyó la facultad al gobierno nacional de establecer reglas sobre la revocabilidad de las ofertas públicas de valores. Una vez se haga uso de esta competencia la revocabilidad de las ofertas públicas de valores se sujetarán a las normas que se expidan y en ese sentido podrán adoptarse reglas diferentes a las que establece el Código de Comercio, que constituirán disposiciones especiales aplicables al régimen de las ofertas en el mercado público de valores. El gobierno aún no ha utilizado tal facultad, por lo cual, de acuerdo con la legislación vigente, en materia de revocabilidad cabe distinguir entre acciones y otros valores. Para las primeras el artículo 383 del Código de Comercio, establece que “ Toda emisión

de acciones podrá revocarse o modificarse por la asamblea general, antes que sean colocadas o suscritas y con sujeción a las exigencias prescritas en la ley o en los estatutos para su emisión”. De acuerdo con esta norma, es claro que dentro de un proceso de emisión y colocación de acciones podrá revocarse la oferta antes de que ella sea aceptada, es decir, antes de que las acciones sean colocadas o suscritas. En este sentido, dicha condición sigue las reglas generales de revocabilidad, esto es, que la oferta no haya sido aceptada, pues en ese caso estaríamos frente a un contrato de suscripción de acciones y en consecuencia no resulta admisible hablar de revocabilidad de la oferta. Por otra parte, debe aclararse que el artículo 383 no se refiere a la colocación o suscripción de todas las acciones ofrecidas, de manera que pudiera interpretarse que la posibilidad de revocar una oferta de acciones es procedente siempre que no se haya colocado o suscrito la totalidad de los valores que forman parte de la oferta. En la medida en que el acto de aceptación es individual e independiente respecto de cada uno de los destinatarios de la oferta, la revocabilidad podrá aplicarse solo respecto de los valores que no hayan sido colocados.

También debe tenerse en cuenta que es necesario que la decisión debe ser adoptada por la asamblea general de accionistas de acuerdo con las reglas previstas en la ley y en los estatutos para la emisión. Conforme a estos presupuestos, nadie diferente a la asamblea podrá disponer la revocabilidad de una oferta dentro de una sociedad, de manera que si la decisión la adopta otro órgano, simplemente tal decisión no tiene efectos respecto de los destinatarios de la oferta. De darse una situación en la cual se manifiesta a los destinatarios que se ha decidido revocar una oferta y tal decisión no ha sido adoptada por la asamblea, simplemente no tendrá efectos, de manera que si con posterioridad alguien manifiesta su intención de suscribir acciones, esta aceptación será válida y la renuencia de la sociedad constituye incumplimiento del contrato de suscripción de acciones.

Tratándose de valores diferentes a acciones, la decisión de revocar una oferta de emisión y colocación sigue la regla del artículo 846 del Código de Comercio, y en ese orden ello supone el deber de indemnizar los perjuicios que se hayan causado; a diferencia de las acciones, la decisión de revocar una oferta para otra clase de valores no debe ser adoptada por la asamblea y en consecuencia podrá ser adoptada en otras instancias de la sociedad de acuerdo con las competencias que le atribuyan la ley y los estatutos.

F) *La formulación y aceptación de las ofertas de valores en el mercado primario*

Las normas especiales del mercado de valores establecen algunos aspectos adicionales que deben ser considerados respecto de la comunicación y aceptación de las ofertas públicas de valores. En cuanto a su formulación, las normas del mercado de valores señalan que deben estar previamente autorizadas y disponen una serie de requisitos adicionales como la elaboración del prospecto de información, la redacción y publicación de un aviso que debe cumplir ciertos estándares. Resulta importante destacar, en relación con los elementos propios de la regulación del mercado de valores, si estos resultan necesarios e indispensables para que se entienda que una oferta en el mercado de valores ha sido formulada en debida forma, de manera que si faltan todos o algunos, pueda afirmarse que no hubo oferta por esta circunstancia. No debe olvidarse que tales requisitos no han sido adicionados por la ley sino que son el resultado de la regulación expedida por el gobierno nacional, y bajo este presupuesto no puede aceptarse que sean requisitos adicionales a los que establece el régimen general (C. de Co., art. 845) y en consecuencia, si alguno llegare a faltar y por su parte se ha dado cumplimiento a lo que prevé el Código de Comercio, habrá sin duda una violación a las normas del mercado de valores pero no restará eficacia a la oferta formulada. Sin duda, este aspecto ofrece una especial dificultad porque es posible incurrir en la infracción de otras disposiciones y tener consecuencias para tales regímenes, pero sin que ello afecte necesariamente la validez de la oferta (por ejemplo, el régimen de captación masiva y habitual).

En el ámbito de las normas del régimen de valores la regulación plantea respecto del incumplimiento de sus normas ciertas sanciones: es el caso de la infracción del régimen de las OPA, el cual genera a título de sanción la suspensión del ejercicio de los derechos políticos de quien no ha observado las reglas sobre la materia, y sin que a partir de ello se plantee la validez de las operaciones realizadas por fuera del marco normativo aplicable.

En cuanto a la aceptación de la oferta, siguiendo igualmente el régimen general, esta podrá ser expresa o tácita y sin lugar a dudas pura y simple, es decir, sin ninguna clase de condicionamientos. Esto no excluye la posibilidad de establecer ciertas formas o procedimientos para que la aceptación se exprese y de acuerdo con ello se considere válida. En algunos casos, por ejemplo, en la regulación de la colocación de

valores mediante el procedimiento de formación del libro (*book building*), en sentido formal no es necesario siquiera que se manifieste una aceptación a una oferta, pues en situaciones como esas la formulación de la oferta se invierte y es el inversionista quien en sentido estricto formula una oferta de suscripción de acciones u otros valores y el emisor, con el procedimiento de colocación y asignación de valores, quien la acepta. Una situación similar a esta se da en otros procedimientos de colocación como los martillos y las subastas.

G) *Ofertas públicas simultáneas en los mercados primario y secundario*

El artículo 6.1.1.1.6⁹⁰ del decreto 2555 de 2010 establece la posibilidad de incluir en una oferta en el mercado primario valores ya emitidos, y por tanto hacer una mezcla entre una nueva emisión y valores ya emitidos y en circulación. Al respecto establece que en las ofertas públicas de acciones y bonos convertibles en acciones en el mercado primario, se podrá integrar una oferta, con valores ya emitidos de la misma especie inscritos en el RNVE. Con este mecanismo junto a la emisión primaria de acciones —como forma de financiamiento empresarial—, se agrega un instrumento que puede facilitar la dispersión de la propiedad accionaria.

La integración del paquete de valores entre los que forman parte de una nueva emisión y los ya emitidos, debe revelarse claramente en el prospecto de información. Estos no pueden superar el ciento por ciento del total de la emisión de que se trate, y en caso de que la cantidad de acciones ya emitidas ofrecidas en venta superen dicho porcentaje, la

⁹⁰ Modificado por el decr. 2510 de 2014, art. 8º, el texto vigente es el siguiente:

“En las ofertas públicas de acciones y bonos convertibles en acciones en el mercado primario, se podrá integrar la posibilidad de adicionar como parte de la oferta valores ya emitidos de la misma especie inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores —RNVE—. Dicha posibilidad debe quedar claramente expresada y determinada en el prospecto de información y en ningún caso podrán constituir un porcentaje superior al cien por ciento del total de la emisión de que se trate.

”Cuando existan titulares de los valores interesados en vender que superen el porcentaje previsto en el inciso anterior, se definirá a prorrata la porción que cada accionista puede llegar a vender. Los accionistas podrán optar por no participar en la oferta, evento en el cual se incrementará proporcionalmente la porción que pueden llegar a vender los demás titulares interesados.

”Lo dispuesto en el presente artículo se aplicará sin perjuicio del cumplimiento del régimen de ofertas públicas de adquisición por parte de los inversionistas”.

porción que cada accionista pueda llegar a vender será a prorrata entre los accionistas participantes.

En sentido estricto aquí se presenta una mezcla entre una oferta pública de una emisión (puede ser una oferta pública inicial —OPI—) y una oferta pública de venta (OPV), la cual, de ordinario para valores emitidos y en circulación en el mercado secundario se tramitan bien mediante una oferta pública de democratización (OPD) o por medio de una subasta (martillo). En este caso, se autoriza a vender acciones ya emitidas, con la única salvedad de que ello debe informarse con claridad en el prospecto de información, pero sin que sea necesario abundar en información y trámites o procedimientos adicionales como los que corresponden a las OPD y a los martillos.

6. OFERTA PÚBLICA EN EL MERCADO SECUNDARIO

A) *Aspectos generales*

La oferta pública en el mercado secundario tiene tanta importancia como la oferta pública en el mercado primario: gran parte de las operaciones que suscitan la atención tanto de los inversionistas como de la academia están asociadas con la adquisición de control accionario o de compras de partes significativas de sociedades listadas en bolsa. Tal es el caso de las ofertas públicas de adquisición (OPA), de subastas mediante martillos de bolsa (ofertas de enajenación de control accionario), de ofertas públicas de democratización, ofertas públicas de desliste, así como la negociación que ordinariamente se desarrolla en bolsa y en cualquier otra plataforma de negociación, mediante posturas de compra y venta de valores.

No es frecuente que se haga un análisis de la oferta pública desde la perspectiva del mercado secundario. Lo común en ese ámbito es hablar de operaciones o de negociaciones, sin detenerse en el papel que cumple la oferta pública como elemento de organización del mercado y de protección de los derechos de los inversionistas. El decreto 2555 de 2010 desarrolla el concepto de mercado secundario de la mano de la noción de oferta pública. En el libro 15, título 1 de la parte sexta, artículo 6.15.1.1.1 y siguientes del decreto citado, se establecen los aspectos esenciales de lo que constituye el régimen de la oferta pública en el mercado secundario; se trata de un régimen de autorización general que cubre todas las operaciones que se desarrollen en bolsa o mediante cualquier otro sistema transaccional, siempre y cuando i) se dirijan a

personas indeterminadas (personas no determinadas en el lenguaje de la norma), y ii) no establezcan ninguna clase de condicionamientos para su aceptación, diferentes de los propios del negocio jurídico que se pretende celebrar (por ejemplo, que la aceptación de la oferta deba hacerse por una cantidad mínima o máxima de valores). La primera de estas reglas excluye la posibilidad de que una oferta en el mercado secundario pueda dirigirse a una o unas personas o un grupo de estas, es decir a personas determinadas e incluso a sectores o grupos de personas o sectores “relevantes” en la terminología que usa la ley 964 de 2005. En otros términos, las operaciones en el mercado secundario (compras o ventas de valores o cualquier otra clase de operaciones) se hacen a personas indeterminadas, las cuales podrán aceptar o dar respuesta a la oferta pública hecha en bolsa o un sistema de negociación, por conducto de las personas habilitados para participar como operadores (intermediarios) en los mismos⁹¹.

Por otra parte, no se permiten los condicionamientos o restricciones que puedan dar lugar a un direccionamiento, manipulación o la introducción de prácticas discriminatorias mediante las cuales se limite o restrinja el acceso al mercado; por lo tanto, no es admisible establecer requisitos que traten o que tengan como propósito que una oferta solo pueda ser aceptada o cumplida por una persona determinada, condiciones de pago en forma y plazo diferentes a las usuales del mercado y, por supuesto, cualquier operación que no sea pública en el sentido anotado y por el contrario corresponda simplemente a operaciones interpartes o con partes previamente determinadas. Las anteriores reglas se cumplen sin reservas en las diferentes modalidades de ofertas públicas en el mercado secundario, bien sea OPA, ofertas de democratización o martillos, en las cuales prevalece el principio de que la oferta debe dirigirse a personas no determinadas, de manera que no se restringe la participación como aceptante de la oferta de quien pueda ser un potencial interesado. Desde el punto de vista de los eventuales condicionamientos que se puedan poner a la oferta, su tratamiento se fundamenta en reglas que puedan aplicarse de manera general a todos los destinatarios de la oferta, por ejemplo, es admisible establecer limitaciones en la cantidad de las acciones que pueden ser adquiridas, sobre

⁹¹ La introducción del régimen de operaciones preacordadas —lo cual no puede calificarse de manera diferente a la de haber sido un desvarío del regulador— no significa un rompimiento al principio de que las ofertas en el mercado secundario solo pueden dirigirse a personas indeterminadas.

la base de que sea una regla que se aplique de manera objetiva sobre todos los destinatarios de la oferta⁹².

Tratándose de la negociación de acciones en el mercado secundario de acciones inscritas en bolsa, el artículo 6.15.1.1.2 dispone que tales operaciones obligatoriamente deben efectuarse en bolsa si el valor supera el equivalente a 66.000 unidades de valor real (UVR), lo cual significa sujetar tales negociaciones al principio de la oferta pública⁹³. El artículo 6.15.1.1.2 establece una serie de excepciones a esa regla, que constituyen circunstancias especiales que reconocen en algunos casos la imposibilidad de desarrollar ciertas operaciones por bolsa y en otros un principio de realidad económica, en la medida en que tales transacciones no constituyen en rigor una intención de enajenación, tal y como sucede con las transacciones que se efectúen entre un mismo beneficiario real⁹⁴.

⁹² El criterio de la ley 32 de 1979 respecto de las ofertas públicas en el mercado secundario fue el de formular ofertas a personas indeterminadas, independientemente de que se pudieran formular ofertas a sectores o grupos de personas determinados o a sectores “relevantes”, ese no ha sido un criterio que sobre la base de poder registrar ofertas de compra o venta restringiéndolas a lo que se podría considerar grupos relevantes. Aunque es admisible una hipótesis de esta naturaleza, en realidad no se advierten razones que puedan justificar la se haya permitido y menos aún desarrollado en el ámbito de las ofertas públicas en el mercado secundario, sin embargo, de acuerdo con la definición de la ley 964 desde el punto de vista normativo sería posible concebir ofertas públicas en el mercado secundario dirigidas a sectores “relevantes”. El efecto de considerar esta posibilidad es que podrían concebirse negociaciones secundarias de valores sobre la base de poder registrar ofertas de compra o venta restringiéndolas a lo que se podría considerar grupos relevantes. Aunque es admisible una hipótesis de esta naturaleza, en realidad no se advierten razones que puedan justificar la posibilidad de decidir —por lo menos en bolsa y en los sistemas transaccionales actualmente disponibles—, a quien dentro del conjunto de inversionistas del mercado de valores se le puede o no dirigir una oferta de valores en el mercado secundario.

⁹³ Tal principio no se aplica a valores diferentes a las acciones, en la medida en que no existe la obligación de negociar tales valores en bolsa o por conducto de un sistema transaccional.

⁹⁴ El art. 6.15.1.1.3 exceptúa de tal obligación las siguientes operaciones: 1. las compraventas de acciones entre un mismo beneficiario real; 2. las compraventas de acciones de propiedad de las instituciones financieras sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, que se encuentren en proceso de liquidación; 3. la readquisición de acciones que se realice de conformidad con las disposiciones legales establecidas para el efecto; 4. las enajenaciones de acciones que realicen la nación o Fogafin; 5. las compraventas de acciones emitidas por empresas colombianas que hayan sido ofrecidas públicamente en el exterior y que se realicen en el extranjero; 6. las compraventas de acciones emitidas por empresas extranjeras que hayan sido ofrecidas públicamente en Colombia y que se realicen en el extranjero, y 7. las demás que autorice la Superintendencia Financiera de Colombia mediante acto administrativo de carácter particular o general.

B) *Ofertas y operaciones especiales*

Dentro del marco de las operaciones que forman parte del mercado secundario se incluyen cierta clase de ofertas que obedecen a consideraciones especiales y particulares en relación con los derechos de los inversionistas, de transparencia e integridad del mercado, y en otros casos, a propósitos relacionados con la búsqueda de un mecanismo que permita incrementar la base de accionistas de una sociedad sin acudir a la emisión nueva de acciones, sobre la base de dispersar acciones ya emitidas, incluyendo la posibilidad de mantener el bloque de control de una sociedad, o para lograr un mecanismo que permita efectuar operaciones de paquetes de control accionario.

a) *Ofertas públicas de adquisición.* Se analizan a continuación sus características:

a') *Concepto y obligación.* La obligación de efectuar una oferta pública de adquisición⁹⁵ (OPA) parte de un hecho objetivo, que corresponde a la adquisición del control sobre una sociedad listada en bolsa⁹⁶.

⁹⁵ La doctrina identifica en términos generales dos modelos de adquisición de control accionario de sociedades listadas en bolsa: el obligatorio por oposición al sistema voluntario. En el primero la ley establece la obligación de formular una OPA cuando quiera que se den ciertos supuestos que involucren la adquisición del control accionario. En el modelo voluntario, tratándose de la adquisición de control no existe dicha obligación, por lo cual, la adquisición del mismo podrá darse de diferentes maneras. El modelo colombiano corresponde al de OPA obligatorio.

⁹⁶ De acuerdo con ZURITA, la OPA es “Una técnica o procedimiento consistente en que una o varias personas físicas o jurídicas anuncian públicamente a todos los accionistas de una sociedad [...] que se comprometen durante un tiempo mínimo a adquirir sus acciones de esa sociedad a cambio de títulos o de dinero, a un precio generalmente superior al de mercado, y normalmente con el fin, mediante dicha adquisición, de lograr o reforzar el control de esa sociedad”. Citado por CARLOS DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Civitas S. A., 1993, pág. 31. Desde otro punto de vista, al hablar de tomas de control societario —entendiendo por ello la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre la dirección y gestión de la sociedad—, identifica diferentes formas de hacerlo, clasificando dentro de la noción de tomas de control financiero la “[...] adquisición de activos que den derecho directa o indirectamente ([...]) a la adquisición del derecho de voto. ([...]) lo determinante es poder ejercer los derechos de voto que las acciones llevan aparejados, por lo que cualquier operación que otorgue la posibilidad de ejercer dichos derechos de forma estable y duradera puede ser considerada toma de control financiera. Ciertamente, el supuesto de toma de control financiero es la compraventa de acciones de la sociedad objetivo ([...])” Dentro de este marco está la OPA, considerada una técnica de adquisición de acciones. “En la actualidad numerosos ordenamientos establecen un sistema de OPA obligatoria, ya sea *ex ante* —para adquirir un porcentaje determinado

Por tratarse de una operación o sucesión de operaciones mediante las cuales se adquiere un cierto porcentaje de las acciones de una sociedad, se considera que la adquisición de acciones en determinado porcentaje se sale de los lineamientos de lo que constituye la negociación ordinaria de acciones en bolsa⁹⁷. En la medida en que se llega a ostentar

del capital social de una sociedad cotizada—, ya sea *ex post*—cuando se ha adquirido un porcentaje determinado, se debe hacer una OPA a los restantes accionistas—. En estos casos, la OPA se convierte en una técnica que pretende dar respuesta a los problemas que la cesión privada de control plantea, especialmente en relación con los accionistas minoritarios y la falta de reparto de la prima de control. Mediante la OPA todos los accionistas tienen la posibilidad de vender sus acciones al mismo precio, por lo que se produce un reparto de la prima de control y se hace así efectivo el principio de igualdad de trato entre todos los socios⁹⁷. CARMEN ESTEBAN QUESADA, *Tomas de control y medidas defensivas*, Pamplona, Aranzadi, 2002, págs. 78 y 79.

⁹⁷ En la mayoría de las legislaciones la razón que inspira la regulación de las OPA se encuentra en el principio de igualdad de trato de los accionistas. Al respecto se ha dicho que “En casi todos los países de nuestro entorno económico puede observarse como durante la segunda mitad del presente siglo la doctrina comenzó a preguntarse sobre la licitud de las cesiones de control que se producen mediante la transmisión por el accionista mayoritario del paquete de control a un comprador que pagaba por ello un sobreprecio llamado prima de control. La cesión permitía disfrutar en exclusiva al accionista mayoritario de la prima. El principio de igualdad de trato parte de Estados Unidos, pasa luego a Inglaterra y, finalmente, se extiende por el continente europeo. El *City Code* del Reino Unido, que presenta la regulación más desarrollada de OPA, enuncia como su principio general que todos los accionistas de la misma clase de la sociedad afectada deben recibir un trato paritario del oferente. No es casualidad que el principio de igualdad en el trato sea el primeramente enunciado por el *City Code*: es el básico y fundamental de donde se derivan otros principios generales. Así, por ejemplo, el derecho de todos los accionistas a recibir la misma información (*general principle 4*) y el principio según el cual el control debe ser ejercido por el accionista mayoritario de buena fe y sin oprimir a los accionistas minoritarios (*general principle 8*), son principios que derivan del principio de igualdad de trato” (CARLOS DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Civitas, 1993, pág. 32). Por su parte, VALENCIA GARACH afirma: “Desde sus orígenes, el mecanismo de las Opa aparece precisamente ideado como un instrumento o procedimiento de oferta pública, de gran idoneidad para la adquisición del control de sociedades cotizadas y de gran validez para asegurar una igualdad de trato de todos los socios afectados y una información lo más amplia y completa posible. Con estas premisas de partida, se comprueba como—con avance de la normativa legal patria sobre la materia— se ha ido acentuando el rigor de esta disciplina legal, en base a la consideración de que tan solo con una información financiera muy cuidadosa los destinatarios de OPAs podrán llegar a identificar correctamente los costes y los riesgos de los valores de una operación abierta a la masa de un público no especializado” (FERNANDO VALENZUELA GARACH, *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Civitas, 1993, pág. 206). FERNÁNDEZ PÉREZ señala al respecto: “El fenómeno de las ofertas

la propiedad (o la calidad de beneficiario real que no necesariamente implica poseer la titularidad de la propiedad de la acción) de un cierto porcentaje de acciones con derecho a voto, surge la obligación de efectuar una OPA⁹⁸, entendiendo por ello una oferta pública de adquisición de acciones, de naturaleza especial, dirigida a todos los accionistas de la sociedad⁹⁹. El artículo 6.15.2.1.1 del decreto 2555 de 2010 establece dicha obligación bajo dos supuestos generales¹⁰⁰: por una parte, respeto

públicas de adquisición (*tender offers*) es de extraordinaria importancia y complejidad en un país como Estados Unidos y constituye un foco de permanente debate, así como de incesante evolución. Su régimen jurídico viene recogido en la ley del 29 de julio de 1968, conocida como *Williams Act*, en la que se fijan dos objetivos esenciales de cara a la protección de los inversores: de un lado, evitar la falta de información de los destinatarios de la oferta y la posible confusión de los inversores —máxime cuando a través de la oferta puede peligrar el control accionario de una sociedad—, a través de una información completa y de un período adecuado de tiempo para valorarla; de otro, asegurar un tratamiento igualitario a sus destinatarios. La base de la reglamentación viene constituida por el deber de proporcionar información suficiente a los destinatarios de la oferta sobre el potencial adquirente, así como sobre sus intenciones” (FERNANDO VALENZUELA GARACH, *La información en la sociedad anónima y...*, *op. cit.*, pág. 176).

⁹⁸ “[...] el sistema de OPA obligatoria al imponer al adquirente la formulación de una oferta de compra dirigida con carácter general a todo el cuerpo accionario, pretende instrumentar por vía de salida de los accionistas minoritarios ante el riesgo de que la llegada de un nuevo socio mayoritario pueda traer un cambio radical en la política social y permite que los mismos puedan liquidar su inversión en la sociedad afectada en unas condiciones idénticas a las que puedan acogerse los accionistas de mayor peso. Al propio tiempo, por añadidura, los accionistas pueden mediante el procedimiento de la OPA tomar esta decisión sobre sus valores disfrutando de una información completa y contrastada sobre el oferente y sobre la operación proyectada, por las severas exigencias de transparencia y de divulgación informativa que caracteriza este mecanismo” (JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *Sociedades cotizadas, aumentos de capital y...*, *op. cit.*, pág. 46).

⁹⁹ “El sistema de *mandatory bids* descansa en el Reino Unido sobre principios de otra naturaleza. La necesidad de permitir a todos los accionistas la venta de sus valores de participación social cuando una persona se hace con el control de facto de la sociedad mediante la compra de un paquete significativo se explica también por la incidencia [que] en la gestión social puede tener la entrada de un nuevo accionista mayoritario y los riesgos que ello puede comportar para los accionistas minoritarios. En efecto, el hecho mismo de que un accionista proceda a hacerse con una participación significativa en el capital social mediante compras selectivas y pagando precios superiores a los de mercado es percibido con cierta desconfianza, ante el peligro de que el nuevo socio de control actúe por el propósito de imponer una línea de gestión más atenta a su propia conveniencia que a los intereses generales de todo el cuerpo accionario [...]”. (JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *La Opa obligatoria*, Madrid, Civitas, 1996, pág. 44).

¹⁰⁰ “Se entiende que una OPA es obligatoria cuando su formulación viene impuesta por la ley para la consecución de un determinado resultado, ya sea para la adquisición

de toda persona o grupo de personas que integren un mismo beneficiario real, que directamente o por interpuesta persona desee convertirse en el beneficiario real del veinticinco por ciento o más del capital con derecho a voto de una sociedad listada en bolsa, y por otra, respecto de una persona o grupo de personas, que siendo beneficiarios reales del veinticinco por ciento o más del capital con derecho a voto, pretendan incrementar su participación en un porcentaje superior al cinco por ciento¹⁰¹.

de una participación significativa, directa o indirectamente, ya sea para la modificación de los estatutos de la sociedad afectada en ciertos supuestos, ya sea, finalmente, como requisito necesario para proceder a la exclusión de la negociación en bolsa de los valores de la sociedad afectada” (CARLOS DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...*, op. cit., pág. 36). En contraste, en Estados Unidos la formulación de una OPA por parte de quien pretende adquirir el control accionario de una sociedad no es una obligación legal sino que es el resultado de una decisión libre y voluntaria del oferente (entre otros, en Alemania también se opta por el sistema de OPA voluntaria). La llamada *Williams Act*. constituye la disposición que regula las OPA en EE. UU., en ella se establecen algunas protecciones a favor de los accionistas de la sociedad afectada por una toma de control, tales como el prorrateo cuando las aceptaciones superan la oferta de compra, extensión a todos los accionistas del precio más alto pagado por el adquirente, período mínimo para aceptar la oferta, prohibición de cualquier fraude en relación con la OPA, y principalmente la obligatoriedad de una serie de reglas de información en cabeza del oferente y en beneficio de los accionistas, cuyo objeto es que los accionistas de la sociedad objeto de la OPA dispongan de los elementos de juicio necesarios que les permitan decidir sobre la aceptación o no de la oferta de adquisición. Tales reglas se aplican a quien pretenda adquirir el 5% o más de cualquier clase de acciones de una sociedad listada en bolsa. Parte de la información requerida se relaciona con la identidad del oferente, origen de los recursos, planes que se tengan en relación con la sociedad afectada y acuerdo con otros accionistas de la sociedad. A diferencia del sistema del Reino Unido, el derecho de igualdad de trato de los accionistas no es una preocupación de la legislación de EE. UU. y eso explica la razón por la cual en dicho país las OPA como técnica de adquisición de control societario no es obligatoria. Así mismo, coexisten con la reglamentación de las OPA en una regulación separada las operaciones de cambio de control, tales como compras directas en bolsa o negociación directa de las acciones. Ver. JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *La Opa obligatoria...*, op. cit., págs. 72 y ss.

¹⁰¹ El art. 6.15.2.1.1 establece: “Toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, solo podrá convertirse en beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, adquiriendo los valores con los cuales se llegue a dicho porcentaje a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en el presente decreto. De igual forma, toda persona o grupo de personas que sea beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de la sociedad, solo podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior

Se trata de una operación que solamente recae sobre sociedades con acciones listadas en bolsa, y que como obligación se predica de una persona o grupo de personas bajo la noción de beneficiario real, que puedan llegar a ser beneficiarios reales del capital con derecho a voto en los porcentajes antes indicados. Los elementos que se destacan corresponden al de ser una sociedad listada en bolsa, en razón del interés del mercado de valores, de los inversionistas y de la protección de sus derechos; la noción de beneficiario real¹⁰², con lo cual, se trata de cubrir todas las diferentes formas mediante las cuales se puede ejercer el control sobre la propiedad; así mismo, la referencia al capital con derecho a voto de una sociedad, con lo cual no se limita a las acciones como forma de representación del capital sino que cubre los diferentes instrumentos mediante los cuales se puede expresar la propiedad en

al cinco por ciento (5%), a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en el presente decreto. / Parágrafo 1°. Cuando se adelante una oferta pública de adquisición, la misma deberá realizarse sobre un número de valores que represente como mínimo el cinco por ciento (5%) del capital con derecho a voto de la sociedad. / Parágrafo 2°. Para efectos del presente decreto se entiende por capital con derecho a voto el conformado por acciones en circulación con derecho a voto, valores convertibles en acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción, valores o derechos cuyo subyacente sean acciones con derecho a voto y títulos representativos de acciones con derecho a voto. / Para la determinación de los porcentajes señalados en este artículo, se tendrá en cuenta el número de acciones con derecho a voto a que tendría derecho el titular de los valores, si se convirtieran en ese momento en acciones con derecho a voto”.

¹⁰² El art. 6.1.1.1.3 del decr. 2555 de 2010 define la noción de beneficiario real de la siguiente manera: “Se entiende por beneficiario real cualquier persona o grupo de personas que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto de una acción de una sociedad, o pueda llegar a tener, por ser propietario de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, capacidad decisoria; esto es, la facultad o el poder de votar en la elección de directivas o representantes o de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción. Para los efectos del presente decreto, conforman un mismo beneficiario real los cónyuges o compañeros permanentes y los parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil, salvo que se demuestre que actúan con intereses económicos independientes, circunstancia que podrá ser declarada mediante la gravedad de juramento ante la Superintendencia Financiera de Colombia con fines exclusivamente probatorios. Igualmente, constituyen un mismo beneficiario real las sociedades matrices y sus subordinadas. Parágrafo. Una persona o grupo de personas se considera beneficiaria real de una acción si tiene derecho para hacerse a su propiedad con ocasión del ejercicio de un derecho proveniente de una garantía o de un pacto de recompra o de un negocio fiduciario o cualquier otro pacto que produzca efectos similares, salvo que los mismos no confieran derechos políticos”.

una sociedad¹⁰³, y ciertos porcentajes mínimos, que desde el punto de vista de la regulación se consideran relevantes en función del control de una sociedad.

La obligación de efectuar una OPA tiene ciertas excepciones en las cuales se reconocen circunstancias especiales que inhiben el deber de formularla¹⁰⁴. De acuerdo con el artículo 6.15.2.1.2 no es necesario hacer una OPA en los siguientes casos: cuando el ciento por ciento de los tenedores de capital con derecho a voto de la sociedad cuyas acciones se van a adquirir expresen su voluntad de que la operación sea efectuada directamente entre el o los adquirentes y los vendedores; cuando la calidad de beneficiario real se obtenga mediante la participación en una oferta que se haga a raíz de un proceso de privatización; por readquisición de acciones; emisión de capital con derecho a voto; capitalización de acreencias; cuando la persona se convierta en beneficiario real del capital con derecho a voto de la sociedad por donación, adjudicación por sucesión, adjudicación por orden judicial, adjudicación por liquidación de una persona jurídica, adjudicación por liquidación de sociedad conyugal, dación en pago, siempre y cuando se trate de obligaciones adquiridas con por lo menos un año de anticipación, sean exigibles y se acredite ante la Superintendencia Financiera la incapacidad del deudor para cumplir con tales obligaciones en los términos inicialmente convenidos.

b') *Partes y elementos*. El objeto de las OPA corresponde a la adquisición del capital con derecho a voto de una sociedad mediante una operación típica de compraventa, de acuerdo con las formalidades y procedimientos establecidos para la ejecución de la operación. La parte adquirente corresponde a la persona o grupo de personas que integren un mismo beneficiario real, cuya posición se encuentre dentro de los supuestos que establece el artículo 6.15.2.1.1; los destinatarios de la

¹⁰³ El parg. 2º del art. 6.15.2.1.1 define el capital con derecho a voto así: “Para efectos del presente decreto se entiende por capital con derecho a voto el conformado por acciones en circulación con derecho a voto, valores convertibles en acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción, valores o derechos cuyo subyacente sean acciones con derecho a voto y títulos representativos de acciones con derecho a voto”.

¹⁰⁴ Para mayor información sobre la experiencia en Colombia en materia de Opa se puede consultar el texto publicado por la Universidad de los Andes y Editorial Temis, *Acciones inscritas en Bolsa*, atrás mencionado, en el cual, su autora Mónica Acebedo Cuéllar hace una interesante presentación que además de los aspectos regulatorios y las características propias de nuestro modelo, ilustra su interesante estudio con una referencia concreta a las diferentes operaciones que se han dado en nuestro medio.

oferta son todos los propietarios de capital con derecho a voto de la sociedad objeto de la operación, y en consecuencia constituyen los potenciales enajenantes en el contrato de compraventa.

Siguiendo el artículo 6.15.2.1.10, la determinación del precio de la oferta corresponde a la parte oferente, que está sujeto a ciertas reglas que sirven de pauta para su fijación. Usualmente corresponde a un precio que reconoce un plus sobre el valor ordinario de mercado y el cual corresponde al pago de una prima de control¹⁰⁵. De acuerdo con nuestra regulación, en términos generales corresponde a un precio no inferior al más alto que haya pagado el oferente, si ha adquirido acciones dentro de los tres meses anteriores a la fecha de presentación de la solicitud de autorización ante la Superintendencia Financiera¹⁰⁶, o si

¹⁰⁵ Usualmente el precio que se paga por acción en una OPA corresponde a un valor superior al que usualmente reconoce el mercado en condiciones ordinarias, y ello debido a que dicho valor es un precio de control. En otras palabras, el mayor valor que se paga sobre el precio ordinario corresponde al reconocimiento de un plus o prima de control. GARCÍA DE ENTERRÍA señala que “El propósito de permitir que todos los accionistas puedan beneficiarse por igual del precio que esté dispuesto a satisfacer el adquirente del control de una sociedad bursátil es una de las ideas fundamentales que sustentan en todos los sistemas el modelo de la OPA obligatoria e imperativa. Es un hecho empírico, sobradamente acreditado en la práctica, que las acciones integrantes de un paquete susceptible de conferir el control social a su titular se transmiten normalmente por un precio superior al de las acciones ordinarias que no garantizan, por su carácter minoritario, ninguna capacidad de influencia sobre el reparto de poderes o sobre la gestión de la sociedad; lo habitual en estas operaciones, por tanto, es que el paquete accionario de control se transmita con una prima —en ocasiones sustancial— sobre lo que sería el precio conjunto de los distintos valores que lo integran. Y es esta prima o sobreprecio que suele satisfacer el adquirente del control en relación al valor de mercado de las acciones, precisamente, la que procura repartir el sistema de OPA imperativa, obligando a aquel a formular una oferta de adquisición con unas condiciones uniformes a todos los accionistas de la sociedad afectada” (JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *La Opa obligatoria...*, op. cit., pág. 167).

¹⁰⁶ Nuestra regulación establece una serie de reglas sobre valores mínimos en las OPA que en cierto sentido contradicen la dinámica de un mercado en el cual se negocia el control de una sociedad. Sin embargo, ello evidencia la necesidad de establecer y adoptar mecanismos de protección sobre los accionistas minoritarios. Sobre este aspecto se ha dicho: “En realidad las razones por las que el adquirente de un paquete accionario de control suele abonar un precio superior al que resultaría de la suma de los valores individuales de las distintas acciones que lo integran no parece ofrecer demasiadas dudas ni interrogantes en un plano económico. En efecto, cuando se afirma —como es frecuente— que la prima refleja la contraprestación por el poder de gestión de la sociedad, como elemento que vendría a añadirse al puro valor patrimonial de las acciones adquiridas (único que recogería la cotización en bolsa), se está reflejando un hecho evidente: y es que el adquirente de una participación significativa o mayoritaria se coloca por lo

existe un preacuerdo, el precio no podrá ser inferior al mayor precio allí establecido. En el caso en que la obligación de formular la OPA sea consecuencia de un proceso de fusión en los términos del artículo 6.15.2.1.22, o cuando un mismo beneficiario real adquiera más del noventa por ciento del capital con derecho a voto y se le haya exigido a dicho beneficiario real efectuar una OPA, según lo prescribe el artículo 6.15.2.1.23, el precio debe ser determinado por una entidad evaluadora independiente cuya idoneidad e independencia serán calificadas previamente y en cada oportunidad por la Superintendencia Financiera. Cabe precisar que en el caso de una fusión como causa para realizar la OPA, el precio no podrá ser inferior al monto establecido para los valores en la respectiva operación de fusión. Si el objeto de la OPA consiste en diferentes clases de valores, se podrá determinar precios diferentes para cada instrumento y realizar ofertas separadas, bajo el supuesto de que el precio que se fije para cada valor guarda una relación de equivalencia entre sí. Así mismo, si parte del pago se hace en valores, la determinación de su precio debe realizarse a partir de procedimientos reconocidos técnicamente.

Según el artículo 6.15.2.1.8, el pago del precio de la operación podrá efectuarse, a elección del oferente, en moneda legal colombiana, en divisas, dando cumplimiento al régimen cambiario, o en valores. En los casos en que la operación sea consecuencia de una fusión o de la adquisición del noventa por ciento o más del capital con voto, en los términos de los artículos 6.15.2.1.22 y 6.15.2.1.23, respectivamente, el pago del precio solo podrá hacerse en pesos o en divisas. Y cuando el pago del precio se haga en valores¹⁰⁷, se han establecido una serie de reglas con

personal en una situación en la que podrá determinar personalmente la dirección y la administración de la sociedad afectada, de acuerdo con el sistema de mayorías que rige en la sociedad anónima para la adopción de decisiones. [...] La disposición de quien invierte de forma significativa en una sociedad a satisfacer una prima a cambio del poder de gestión social puede explicarse fácilmente si consideramos que esta facultad de dirección permite a dicho accionista auto administrar su propia inversión y conservar en todo momento facultades de control y disposición sobre la misma. A diferencia de los socios minoritarios, que por su incapacidad para determinar las líneas y la orientación de la gestión social carecen prácticamente de cualquier influencia sobre las decisiones susceptibles de afectar al valor de su inversión [...]” (JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *La Opa obligatoria...*, op. cit., pág. 171).

¹⁰⁷ De acuerdo con el art. 6.15.2.1.9 del decr. 2555 de 2010, los valores susceptibles de servir de instrumento de pago en una OPA son los valores que pueden servir de contraprestación: acciones, valores convertibles en acciones o que den derecho a su

el objeto de asegurar el principio de igualdad de los accionistas, la transparencia de la operación y la liquidez de los valores con los cuales se hará el pago del precio, tal y como lo establece el artículo 6.15.2.1.9. En este caso, se debe ofrecer pagar en dinero mínimo el treinta por ciento de las acciones que se pretendan comprar, que se destinará al pago de las adjudicaciones de menor monto hasta agotarlo. Por otra parte, los valores deben estar listados en bolsa en Colombia o en una bolsa de valores internacionalmente reconocida, a juicio de la Superintendencia Financiera. En caso de que los valores estén registrados en varias bolsas internacionales, el oferente debe determinar la bolsa de referencia. Considerando que al establecerse que el pago se hará en acciones que estén listadas en bolsa, se da la posibilidad de que un destinatario de la oferta pueda con ello convertirse en beneficiario real de un porcentaje de acciones del emisor de las acciones objeto de pago, por lo que se ha previsto que tales destinatarios solo podrán aceptar la oferta respecto de un número de acciones que en cualquier caso no lo convierta en beneficiario real de más del veinticinco por ciento del capital de voto de dicha sociedad, o si posee en la misma un equivalente al veinticinco por ciento o más, su aceptación debe ser inferior al cinco por ciento.

El plazo para el pago deberá estar definido en los términos de la oferta dentro del cuadernillo de la oferta, y podrá, a elección del oferente, ser de contado o a plazo. Las características de estas modalidades de pago corresponden a las que se definan en el reglamento de la bolsa¹⁰⁸.

Teniendo en cuenta la cuantía de estas operaciones y el hecho de que esta clase de ofertas son administradas por la bolsa, el artículo 6.15.2.1.11 ha establecido un régimen de garantías para honrar el cumplimiento de la operación de acuerdo con el reglamento de la bolsa, los cuales, cuando la contraprestación sea en dinero, pueden consistir en un depósito en moneda legal colombiana en un establecimiento

suscripción, valores cuyo subyacente sean acciones o títulos representativos de acciones; títulos de deuda emitidos o garantizados por la nación, títulos de deuda emitidos o garantizados por gobierno extranjero, y títulos de deuda emitidos por organismo multilateral. Cuando los valores ofrecidos como contraprestación hayan sido emitidos en el extranjero deben estar inscritos en una bolsa de valores internacionalmente reconocida, a juicio de la Superintendencia Financiera. Cuando el pago se haga con títulos de deuda diferentes de los emitidos o garantizados por la Nación debe acreditarse que el emisor o la emisión han obtenido calificación de una sociedad calificadoradora de riesgo, reconocida internacionalmente a juicio de la Superintendencia Financiera.

¹⁰⁸ Ver decret. 2555 de 2010, art. 6.15.2.1.14, num. 2, lit. d).

bancario, a favor de la bolsa de valores por cuyo conducto se realiza la operación; garantía bancaria o carta de crédito *stand-by*, cuyo beneficiario sea la bolsa, expedida por un banco local o extranjero, con una calificación no inferior a la de la deuda soberana externa de Colombia y pagaderas a su primer requerimiento; una póliza de seguro emitida por compañía de seguros autorizada para funcionar en Colombia, cuyo beneficiario sea la bolsa; títulos de deuda emitidos o garantizados por la Nación entregados en garantía a la bolsa; cesión a la bolsa de derechos en fondos o carteras colectivas; depósito en garantía en moneda extranjera, por virtud del cual el control de los fondos esté a cargo de un establecimiento bancario autorizado para funcionar en el extranjero, con una calificación no inferior a la de la deuda soberana externa de Colombia, cuyo único beneficiario sea la bolsa, transferible a primer requerimiento. Cuando el pago del precio sea en valores, debe acreditarse que estos se encuentran libres de gravámenes, su disponibilidad y su afectación al resultado de la oferta, mediante su entrega en custodia u otro medio que garantice tal disponibilidad.

Efectuada una OPA esta no es revocable y en consecuencia, una vez sea formulada no es susceptible de modificación, desistimiento o cesación de sus efectos¹⁰⁹. La aceptación de la oferta por los destinatarios no puede someterse a ninguna condición, excepto que los valores sean enajenados bajo la modalidad “todo o nada”, con lo cual, de aceptarse la oferta bajo esa condición, solo en caso de que sea posible adjudicar la totalidad de los valores comprometidos en su aceptación, queda en firme la enajenación.

c³) *Trámite y procedimiento de la OPA*. La formulación de una OPA requiere de la previa autorización de la Superintendencia Financiera. El trámite y procedimiento puede entenderse como una sucesión de actos que van desde la presentación de la solicitud de autorización de la oferta hecha por el oferente, la revisión de los documentos que deben acompañar la solicitud por parte de la Superintendencia Financiera, la publicación del aviso una vez se obtenga la conformidad de la Superintendencia o haya transcurrido el plazo para efectuar observaciones sin que dicha entidad se haya pronunciado, la suspensión de la negociación bursátil de la acción a partir de la fecha en que se le comunique a la bolsa sobre la operación, publicación de los avisos de la OPA, recepción

¹⁰⁹ El art. 6.15.2.1.5 sobre la irrevocabilidad de las OPA, constituye una excepción a las reglas de revocabilidad previstas en el Código de Comercio. Así mismo puede ser considerado manifestación de la facultad de regulación del gobierno sobre las reglas de revocabilidad de las ofertas (ley 964 de 2005, art. 4°).

de aceptaciones durante el plazo fijado para ello, el proceso de adjudicación, y pago del valor de la operación por conducto de la bolsa¹¹⁰.

La solicitud de autorización de la OPA debe ir acompañada por una serie de documentos, en los cuales se precisan los diferentes aspectos que se consideran relevantes para el desarrollo de la operación, desde el punto de vista de las condiciones del oferente, el objeto y características de la oferta, plazos, valor, etc., todos los cuales se materializan principalmente en el proyecto de aviso y el cuadernillo de la oferta. Estos dos documentos definen de manera detallada las condiciones y características de la oferta y por supuesto contienen todos los aspectos relevantes de información, con fundamento en los cuales los destinatarios pueden entrar a definir su decisión de aceptar o no la oferta formulada.

El proyecto de aviso¹¹¹ básicamente debe contener, entre otros, todos los elementos formales de la oferta, esto es, aparte de la identificación del oferente y la determinación de los destinatarios, la cantidad de valores objeto de la oferta, que se debe especificar a partir de la fijación del mínimo y máximo de valores por adquirir, para lo cual debe tenerse en cuenta que tal diferencia debe ser igual o superior al veinte por ciento del número máximo de los valores objeto de la oferta. Así mismo, en cuanto al precio al que se ofrece comprar y las condiciones de pago, en este caso, cuando la contraprestación sean valores, debe especificarse su importe, proporción y sus características; el plazo para la liquidación de la operación, modalidad de pago y garantías; fecha y hora de inicio y finalización para la presentación de las aceptaciones. Adicionalmente, se debe incluir cierta información relacionada con el oferente, entre las cuales se destaca el porcentaje de capital con derecho a voto del cual es beneficiario real el oferente e indicar sobre la existencia o no de preacuerdos, indicando el aparte del cuadernillo de la oferta dentro de la cual se encuentra esta información¹¹².

El cuadernillo de la oferta¹¹³ debe contener la información que se considera necesaria para que cada uno de los destinatarios de la OPA

¹¹⁰ Los arts. 6.15.2.1.6 y 6.15.2.1.7 del decr. 2555 de 2010 regulan de manera detallada el procedimiento de las OPA.

¹¹¹ El detalle del contenido del aviso se encuentra en el art. 6.15.2.1.13 del decr. 2555 de 2010.

¹¹² Las operaciones preacordadas de valores son aquellas en las cuales cualquiera de las condiciones de la operación sea acordada previamente, y se encuentran reguladas en los arts. 7.5.1.1.1 y ss. del decr. 2555 de 2010, en los cuales se regula el régimen de libre concurrencia en el mercado.

¹¹³ El contenido del cuadernillo se encuentra en el art. 6.15.2.1.14 del decr. 2555 de 2010.

adopten su decisión de aceptar o no la oferta, e incluye esencialmente información sobre la sociedad cuyas acciones son objeto de la operación y la información del oferente; los datos de la oferta, y la información sobre las autorizaciones administrativas y corporativas requeridas para formular el ofrecimiento. Cabe precisar que la Superintendencia Financiera podrá exigir la inclusión en el cuadernillo de oferta de cualquier otra información y documentación adicional que considere necesaria; así mismo, por solicitud del oferente, podrá eximir de la obligación de incluir alguna de las informaciones exigidas, siempre que no estén a disposición de este y no se refieran a hechos o circunstancias esenciales para que los destinatarios se puedan hacer un juicio fundado sobre la oferta. De la información que debe incluirse en el cuadernillo, cabe destacar ciertos datos adicionales sobre el oferente, la cual se relaciona, entre otras, con la mención a las personas que estén en una situación de subordinación o formen un grupo empresarial con el oferente, para lo cual se debe indicar la estructura del grupo. También se exige que el oferente revele los valores que posee directa o indirectamente en la sociedad objeto de la operación, así como la mención de cualquier persona vinculada al grupo empresarial o en situación de subordinación o que actúen por cuenta del oferente o concertadamente con él, y los miembros de los órganos de administración. Un aspecto de especial importancia es la mención que se exige de los eventuales acuerdos, expresos o no, i) entre el oferente y los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, las ventajas específicas que el oferente haya reservado a dichos miembros y, de darse cualquiera de estas circunstancias, los valores de la sociedad oferente poseídos por dichos miembros, y ii) preacuerdos celebrados para la realización de la operación, incluyendo copia de los mismos o una descripción de su contenido; así mismo, se exige una manifestación del oferente, bajo la gravedad del juramento, sobre la inexistencia de acuerdos relacionados con la operación, diferentes a los que se revelan en el cuadernillo de oferta. Igualmente, información sobre la actividad y situación económico-financiera del oferente y la finalidad perseguida con la adquisición, mencionando expresamente las intenciones del oferente sobre la actividad futura de la sociedad afectada, los eventuales planes relativos a la utilización de los activos de la sociedad, los órganos de administración y las modificaciones a los estatutos que se pretendan hacer, y las iniciativas respecto de la cotización de los valores de la sociedad objeto de la operación.

Presentada la solicitud de autorización ante la Superintendencia Financiera, esta dispone de cinco días hábiles desde la fecha de presentación de los documentos para efectuar las observaciones que considere necesarias.

Posteriormente viene la publicación del aviso de oferta, que debe hacerse dentro de los cinco días siguientes a la fecha en que haya vencido el plazo para que la Superintendencia Financiera efectúe observaciones, siempre y cuando esta no se haya pronunciado. En caso de que formule objeciones, la publicación del aviso debe hacerse dentro de ese plazo pero contado a partir de la fecha en que dicha entidad haya manifestado su conformidad con las correcciones, ajustes o adiciones que haya ordenado.

Una vez se haya presentado la solicitud de autorización de la oferta pública de adquisición, la Superintendencia Financiera debe informar de tal hecho a la bolsa con el objeto de que suspenda la cotización bursátil de las acciones objeto de la oferta. La suspensión de la cotización se extenderá hasta el día hábil siguiente a la fecha de publicación del aviso de oferta.

La publicación del aviso de la OPA debe hacerse al menos tres veces, con intervalos no mayores a cinco días comunes, de manera destacada en las páginas económicas de un diario de amplia circulación nacional. El primer aviso debe ser publicado dentro de los cinco días comunes contados a partir de la fecha de autorización de la oferta. Así mismo, el aviso debe publicarse diariamente en el boletín oficial de la bolsa de valores hasta el día en que finalice la etapa de recepción de aceptaciones.

Entre la publicación del primer aviso de la oferta y el comienzo del plazo para la recepción de aceptaciones tendrán que transcurrir al menos cinco días. Este plazo, que corresponde al tiempo dentro del cual los destinatarios de la OPA podrán manifestarse sobre la aceptación de la oferta, no será determinado por el oferente y no podrá ser inferior a diez días hábiles, ni superior a treinta días hábiles, contados a partir de la fecha en la cual se inicie el plazo para la recepción de las aceptaciones. Este plazo podrá ser extendido por una sola vez, siempre y cuando se haga con una antelación de al menos tres días hábiles al vencimiento del plazo inicial, previa información a la Superintendencia Financiera, siempre que el plazo inicial y su prórroga no superen el plazo máximo señalado de treinta días hábiles y las garantías otorgadas amparen el cumplimiento de la obligación del oferente por el plazo adicional. La prórroga se debe comunicar a los interesados mediante aviso publicado en el mismo medio en el que se publicó el aviso de oferta inicial.

A partir de la fecha en que haya terminado el plazo de la oferta se entra a determinar si la OPA fue exitosa o no, y en caso de serlo, se procederá a la adjudicación teniendo en cuenta que si las aceptaciones superaron el monto máximo de la oferta, se hará una colocación aplicando el método del prorrateo.

Los aspectos relativos a la operación, tales como las garantías, mecanismos de compensación y liquidación, así como las reglas operativas como operación de bolsa, corresponden a aspectos objeto del reglamento de la bolsa.

d') *Ofertas competidoras*. En el trámite de una OPA es posible que se formule otra OPA que tenga por objetivo la adquisición de las mismas acciones en condiciones similares a las de la operación inicial. En este caso la regulación contempla el trámite y reglas de lo que se conoce como oferta competidora, bajo el supuesto de que su objeto corresponde a acciones respecto de las cuales ya se ha autorizado una OPA¹¹⁴.

Las ofertas competidoras se sujetan al mismo régimen de autorización y normas de las OPA. Adicionalmente, están sujetas a otras reglas especiales para que puedan adelantarse de manera concomitante a la OPA respecto de la cual se compite. La regla esencial es que el oferente de la OPA competidora debe ser una persona diferente a quien ha formulado la OPA inicial, visto esto desde el punto de vista de la noción de beneficiario real. Por otra parte, la publicación del primer aviso de la OPA competidora debe hacerse a más tardar con dos días hábiles de antelación a la fecha en que venza el plazo para recibir aceptaciones en la oferta precedente. El plazo para recibir aceptaciones en la oferta competidora comenzará a partir del día siguiente a la publicación del primer aviso.

Las reglas especiales de las ofertas competidoras tienen que ver con la cantidad de valores objeto de la operación y el precio al cual se ofrece adquirir. El criterio que asume la regulación es que las condiciones de la oferta competidora deben ser mejores que las de la oferta precedente, y en este sentido los aspectos que determinan la mejora respecto de la oferta precedente tienen que ver con que el precio ofrecido y la cantidad de valores por adquirir sea superior en al menos un cinco por ciento, o que en caso de que tanto la cantidad como el precio sean iguales, el número de valores mínimo que se ofrezca adquirir como condición para el éxito de la oferta sea inferior al de la oferta precedente. Adicionalmente,

¹¹⁴ Las reglas sobre las ofertas competidoras las desarrollan los arts. 6.15.2.1 14 y ss. del decr. 2555 de 2010.

se prevén otras reglas en relación con la contraprestación y el pago de los valores objeto de adquisición: si la oferta precedente ha ofrecido como contraprestación el pago en valores, la oferta competidora puede ofrecer como contraprestación dinero o valores, es decir, el criterio es que la oferta competidora debe mejorar las condiciones ofrecidas, y en este sentido, si la OPA precedente ha ofrecido hacer el pago en dinero la competidora no podrá ofrecer a cambio valores o valores y dinero. Igualmente, si el pago ofrecido en la oferta precedente es de contado, la competidora debe hacerlo en el mismo sentido; por el contrario, si el pago se ha planteado a plazo, la oferta competidora podrá mantener el mismo plazo o mejorarlo.

El sentido de una oferta competidora es que mejore las condiciones de la oferta precedente y solo en la medida en que de acuerdo con las reglas anteriormente mencionadas se mejore la oferta presentada, se puede considerar como competidora. El otro aspecto que determina la conjunción de dos OPA sobre las mismas acciones de una sociedad, son las reglas de competencia entre las dos partes interesadas, cómo pueden reaccionar y mejorar sus condiciones y el mejor beneficio que todo esto puede suponer para los destinatarios de la oferta en términos de precio.

Las reglas de la competencia que se plantean entre la oferta precedente y la competidora, establecen que una vez se haya publicado el primer aviso de la oferta competidora, las aceptaciones que hasta ese momento se hayan hecho respecto de la oferta precedente se entenderán realizadas automáticamente respecto de la oferta competidora. Esto supone la existencia de reglas que permitan la capacidad de reacción de la oferta precedente, cuyos oferentes podrán desistir de su propósito y dejar que siga en curso la oferta competidora o mejorar el precio y las condiciones ofrecidas. Para ello, se prevé la posibilidad de mejorar la oferta que se haya formulado en tanto se sujete a los requisitos establecidos en el decreto 2555 de 2010. En esa situación el oferente solo debe comunicar a la Superintendencia Financiera y a la bolsa, de forma previa a la publicación del primer aviso, las nuevas condiciones de la oferta y acreditar ante la bolsa que las garantías amparan el cumplimiento de las obligaciones del oferente, lo cual se aplica tanto para la oferta precedente como para la oferta competidora, y en esa perspectiva se plantea una especie de puja entre las partes interesadas.

El beneficio de las mejores condiciones de precio respecto de los destinatarios de una OPA, determina que si está en trámite la autorización, y se recibe otra solicitud en relación con los mismos valores, prevalece y se da trámite a aquella cuyo precio ofrecido sea mayor.

Si existe coincidencia en relación con el precio ofrecido, prevalece la que se formule por un número mayor de valores. De ser iguales las características señaladas, prevalece y se da trámite a aquella que hubiere sido presentada primero en el tiempo. Así mismo, cuando una OPA cuyo período de aceptación esté en curso sea mejorada, los destinatarios de la oferta que ya hayan manifestado su aceptación se beneficiarán inmediatamente de las condiciones de la modificación.

Siguiendo el artículo 6.15.2.1.25 del decreto 2555 de 2010, un aspecto de especial relevancia e importancia lo constituye el efecto y las consecuencias de no dar cumplimiento al régimen de las OPA, especialmente desde el punto de vista de la obligatoriedad de formularla cuando se dan los supuestos para ello. La primera consecuencia que genera es que no sujetarse al régimen de esta clase de ofertas constituye una infracción a las normas del mercado de valores de conformidad con lo previsto en el literal k) del artículo 50 de la ley 964 de 2005. Adicionalmente, se produce una suspensión de los derechos políticos y económicos inherentes a las acciones adquiridas sin que haya mediado la formulación de la OPA¹¹⁵. En el caso de procesos de fusión, en los cuales por las características de la operación se hayan dado los supuestos para que surja la obligación de formular una OPA, y los obligados a formularla no hayan dado cumplimiento a tal obligación y al procedimiento dispuesto para esos casos, el accionista que se constituya en beneficiario real con el adquirente, no podrá ejercer los derechos políticos y económicos derivados de las acciones adquiridas como consecuencia del respectivo proceso de fusión, a partir del momento en que se venza el plazo para la realización de la OPA y hasta tanto el adquirente no formule la respectiva oferta. Como complemento de lo anterior, el capital con derecho a voto que tenga suspendidos los derechos políticos y económicos, no computará para efectos de quórum y mayorías decisorias de la respectiva sociedad.

b) *Otras ofertas públicas de adquisición.* En ciertos casos diferentes a lo que se denomina como la adquisición de control accionario, surge también la obligación de efectuar una OPA por razones que están asociadas directamente con la negociabilidad y la liquidez de las acciones. Tal es el caso de la cancelación de la inscripción en el RNVE o del listado en bolsa, y cuando un mismo beneficiario adquiera más

¹¹⁵ Este es un aspecto que debe acreditarse ante la Superintendencia Financiera, es decir, que los efectos de los negocios celebrados sin dar cumplimiento a las normas sobre OPA se han retrotraído plenamente.

del noventa por ciento de las acciones de un emisor listado en bolsa, siempre y cuando así lo solicite al menos un accionista que posea una cantidad inferior al uno por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad emisora. También es posible adelantar una oferta pública de adquisición de manera voluntaria, en cuyo caso la oferta debe ser autorizada por la Superintendencia Financiera y sujetarse a todas las normas aplicables a las OPA.

a') *Ofertas públicas de adquisición de desliste*. En los casos en que los accionistas de una sociedad decidan cancelar la inscripción de las acciones en el RNVE y del listado en bolsa¹¹⁶, los accionistas que aprobaron la cancelación deben promover una OPA sobre las acciones de propiedad de los accionistas ausentes o disidentes de la asamblea en donde se adoptó tal decisión, o sus causahabientes, y sobre los bonos convertibles en acciones en circulación de la sociedad, la cual se sujetará a las normas generales sobre las ofertas públicas de adquisición¹¹⁷.

¹¹⁶ Al respecto ver el art. 5.2.6.1.2 del decr. 2555 de 2010 en el cual se reglamenta esta modalidad de oferta. La doctrina denomina esta modalidad como OPA de exclusión. Se trata de una oferta que obligatoriamente debe formularse en los casos en que se decide la exclusión de negociación de bolsa de una sociedad listada. Al respecto y en relación con la legislación española se dice: “[...] cuando una sociedad que tenga valores admitidos a negociación en bolsa acuerde su exclusión, la CNMV podrá condicionar dicha exclusión a que por la sociedad se promueva una OPA si, examinados los eventuales procedimientos que la sociedad hubiera establecido para proteger los intereses de los titulares de los valores, considera que la exclusión puede lesionar los legítimos intereses de dichos titulares. Así pues, se puede caracterizar la OPA de exclusión como aquella formulada por la propia sociedad con el fin de obtener la exclusión de la negociación de sus acciones en bolsa” (CARLOS CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, op. cit., pág. 70). En la legislación colombiana son los accionistas que tomaron la decisión de cancelar la inscripción en bolsa, y no la sociedad, los que tienen la obligación de formular la OPA de desliste. En España también existe la posibilidad de efectuar una OPA de toma o reforzamiento de control con posterior exclusión de la negociación en bolsa. En esta modalidad quien formula la oferta se compromete a adquirir la totalidad del capital y posteriormente si alcanza una participación cercana al ciento por ciento solicita la exclusión de negociación. En todo caso la exclusión de la negociación requiere agotar el procedimiento de la OPA de exclusión.

¹¹⁷ De acuerdo con el párg. 3° del art. 5.2.6.1.2, las acciones pertenecientes a los accionistas que votaron a favor de la cancelación, en caso de ser enajenadas, no transmitirán al adquirente el derecho de concurrir a la OPA de desliste. Los accionistas que votaron a favor de la cancelación no podrán negociar sus acciones en la bolsa y, en caso de realizarlo por fuera de ella, en los supuestos permitidos por la regulación, deben informar de dicha circunstancia a los potenciales adquirentes. Los accionistas que votaron a favor de la cancelación serán responsables por los perjuicios que causen a los adquirentes de buena fe que no puedan concurrir a la OPA.

La OPA debe formularse dentro de los tres meses siguientes a la fecha en la cual se tomó la decisión, so pena de que la decisión de cancelación del RNVE y del listado en bolsa pierda efecto. El precio de la OPA debe ser determinado por una entidad evaluadora independiente cuya idoneidad será calificada previamente y en cada oportunidad por la Superintendencia Financiera. Cualquier accionista que hubiere votado a favor de la cancelación, y que tenga la intención de realizar la oferta pública de adquisición debe, dentro de los treinta días calendario siguientes a la fecha de la asamblea en la cual se tomó la decisión de cancelación, someter a consideración de la Superintendencia Financiera la entidad evaluadora que determinará el precio. En el caso en que varios accionistas manifiesten su interés en realizar la oferta dentro del plazo mencionado, todos estarán obligados a efectuarla a prorrata de su participación. Si dentro de los treinta días calendario mencionados, ningún accionista manifiesta su intención de realizar la oferta, todos los accionistas que votaron a favor de la cancelación quedan obligados a realizar la oferta a prorrata de su participación en la composición accionaria de la sociedad, para lo cual tendrán un plazo de diez días calendario para someter a consideración de la Superintendencia Financiera un evaluador.

b') *Ofertas públicas de adquisición por control superior al noventa por ciento del derecho a voto.* En el caso de que un mismo beneficiario real adquiera más del noventa por ciento del capital con derecho a voto de una sociedad con acciones listadas en la bolsa, uno o varios accionistas que posean al menos el uno por ciento del capital con derecho a voto de la respectiva sociedad, podrán exigir que el adquirente realice, por una sola vez, una OPA por el saldo de capital con derecho a voto en circulación, dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que se haya superado el mencionado porcentaje¹¹⁸. Para el efecto, el adquirente estará obligado a informar al mercado y a la Superintendencia Financiera de Colombia por el mecanismo de información relevante cuando supere el porcentaje señalado en el presente artículo¹¹⁹. Quienes hayan solicitado la realización de esta clase de oferta pública de adquisición deben presentar la solicitud al adquirente por medio de la sociedad emisora e

¹¹⁸ Ver decr. 2555 de 2010, art. 6.15.2.1.23.

¹¹⁹ De acuerdo con el parg. 2º del art. 6.15.2.1.23, el adquirente no tendrá obligación de realizar la OPA, cuando el porcentaje indicado del 90% se supere como consecuencia de haber realizado una oferta pública de adquisición por un número de valores que le hubiera permitido al adquirente alcanzar el ciento por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad afectada.

informar de manera inmediata a la Superintendencia Financiera sobre la decisión de hacer uso de ese derecho. El adquirente tendrá un plazo máximo de tres meses para realizar la OPA, contado a partir de la fecha de radicación de la primera solicitud en las oficinas del domicilio principal de la sociedad emisora. Cuando se supere el porcentaje del noventa por ciento como consecuencia de haber realizado una oferta pública de adquisición en virtud de lo previsto en el artículo 6.15.2.1.22 del decreto 2055 de 2010 (procesos de fusión independientemente del lugar donde se realice y sin importar que estén involucradas sociedades cuyas acciones no se encuentren inscritas en la bolsa de valores), y en consecuencia pueda haber lugar a exigir la formulación de una OPA por adquisición del control accionario superior al noventa por ciento, el precio de los valores por adquirir será el mismo fijado para la realización de la oferta que dio lugar al supuesto indicado.

c') *Ofertas públicas por adquisición indirecta o sobreviniente.* El artículo 6.15.2.1.22 del decreto 2555 de 2010 establece de manera expresa la obligación de efectuar una OPA, en los casos en que los supuestos que dan lugar a dicha obligación, conforme al artículo 6.15.2.1.1, se dan por vía indirecta, esto es, cuando la situación de control o adquisición de acciones en los porcentajes indicados son el resultado de un proceso de fusión de empresas listadas o no en bolsa y cuyo domicilio esté o no en Colombia. En sentido estricto, esta hipótesis precisa una situación que examinada desde el punto de vista de la noción de beneficiario real casa sin lugar a dudas con la hipótesis general que da lugar a la formulación de una OPA. En estos casos debe darse aplicación al procedimiento previsto en el decreto 2555 de 2010 para las ofertas públicas de adquisición.

Como se indicó, la norma precisa la obligación y reitera el deber de formular la OPA, cuya denominación corresponde a la oferta pública por adquisición indirecta o sobreviniente. Para la ejecución de la obligación se establece un plazo de tres meses a partir de la fecha en que se perfeccione la fusión por una cantidad de acciones o valores con derecho a voto igual a la que se adquirió como consecuencia del proceso de fusión.

La obligación de formular la OPA en los términos indicados, cesa en los casos en que dentro de ese mismo período se enajene el exceso de participación en acciones o valores con derecho a voto en los porcentajes señalados en el artículo 6.15.2.1.1, cuya adquisición se dio como resultado del proceso de fusión.

d') *Ofertas públicas voluntarias*. Aun cuando no sean obligatorias¹²⁰, es posible formular ofertas públicas de adquisición sobre valores inscritos en bolsa¹²¹. Tales ofertas tienen que ser autorizadas por la Superintendencia Financiera y dirigirse a todos los titulares de las acciones o valores con derecho a voto. La formulación de esta clase de ofertas está sujeta a las mismas reglas y procedimientos establecidos para las ofertas públicas de adquisición obligatorias, exceptuando lo establecido en el artículo 6.15.2.1.19 del decreto 2555 de 2010. Dentro de las reglas aplicables a las ofertas públicas voluntarias cabe destacar que conforme al párrafo 1º del artículo 6.15.2.1.1, una oferta de esta naturaleza debe realizarse sobre un número de valores que represente como mínimo el cinco por ciento del capital con derecho a voto de la sociedad.

c) *Ofertas públicas de democratización*. Las siguientes son sus características:

a') *Concepto*. Las ofertas públicas de democratización (OPD) parten de un supuesto contrario al de las OPA. Mientras que en estas se pretende adquirir control accionario o participaciones significativas de las acciones de una sociedad, es decir, concentración de la propiedad accionaria, en las OPD el objetivo es el de desconcentrar la propiedad y en este sentido incrementar la base de accionistas de una sociedad. Como operación, su ejecución es voluntaria: no existe disposición legal alguna que establezca la obligación de enajenar acciones bajo esa modalidad; sin embargo, una vez se decide realizar una OPD es obligatorio desarrollarla con fundamento en las reglas que establece la regulación¹²².

¹²⁰ Ver decr. 2555 de 2010, art. 6.15.2.1.24.

¹²¹ Las ofertas públicas voluntarias son aquellas que se formulan sin existir obligación legal para ello.

¹²² Los arts. 6.15.3.1.1 y ss. del decr. 2555 de 2010 desarrollan las reglas a las cuales se sujetan las ofertas públicas de democratización. Por otra parte, esta clase de ofertas se pueden clasificar dentro de lo que la doctrina denomina oferta públicas de venta (OPV), entendiéndose por tal el proceso en el cual uno o varios inversionistas de una sociedad que desean deshacerse de una participación importante de ellas, ofrecen dichas acciones al público a un precio prefijado. En este caso se trata de acciones que no corresponde a una nueva emisión sino valores ya existentes, de las cuales la sociedad emisora no recibe ningún ingreso. Al respecto, ver JOAQUÍN LÓPEZ y JAVIER ROJO SUÁREZ, *Los mercados de valores, organización y funcionamiento*, op. cit., págs. 132 y 133. Por otra parte, dentro de esta modalidad de operaciones caben, por ejemplo, las ofertas de venta de sociedades en procesos de privatización, en las cuales en sentido estricto se organiza un proceso de venta de acciones, que se debe sujetar a las reglas de la ley 226 de 1995 en relación con los derechos del sector solidario.

El artículo 6.15.3.1.2 del decreto 2555 de 2010 define esta clase de oferta señalando que se entenderá por tal “[...] aquellas en las que el controlante ofrece, en condiciones que propendan por la masiva participación en la propiedad accionaria, una parte o la totalidad de las acciones que posee, utilizando procedimientos para la venta que garanticen amplia publicidad y libre concurrencia, tales como campañas publicitarias a través de medios masivos de comunicación que incorporen el concepto de democratización de la propiedad accionaria, así como el uso de la red de los establecimientos de crédito”.

Se trata de una operación cuyos sujetos activos son el o los controlantes de una sociedad¹²³, quienes deciden mediante un procedimiento formal en bolsa, vender una parte o la totalidad de las acciones que poseen con la intención de lograr su dispersión y la vinculación de una base amplia de accionistas nuevos a la sociedad, al desarrollar una operación que puede involucrar su amplia publicidad y difusión, así como una masiva participación en condiciones de igualdad y libre concurrencia. Por las características de la OPD, el controlante, sea una persona o un grupo de personas, puede lograr un mecanismo de venta para un paquete de acciones buscando la dispersión de la base de accionistas, y sin correr el riesgo de perder el control de la propiedad accionaria de una sociedad o trasladarlo involuntariamente a otro u otros inversionistas como consecuencia de la operación. El párrafo 2º del artículo 6.15.3.1.2 menciona expresamente la aplicación del régimen de las OPA, de manera que es claro que si como consecuencia de la venta de las acciones en una OPD, uno de los aceptantes de la oferta pueda verse en cualquiera de las hipótesis que consagra la obligatoriedad de una OPA para la adquisición de acciones de una sociedad, el accionista que se vea en tal situación no podrá actuar como aceptante en una OPD y tendrá, si quiere adquirir más acciones de la sociedad objeto de la operación, acudir a la formulación de una OPA.

Como conclusión de una OPD, el accionista o grupo de accionistas que la formulen pueden lograr para la sociedad objeto de la operación

¹²³ El concepto de controlante corresponde al que desarrolla el art. 26 de la ley 222 de 1995 (que modificó el art. 260 del C. de Co.), en virtud del cual se entiende por controlante “Una sociedad será subordinada o controlada cuando su poder de decisión se encuentre sometido a la voluntad de otra u otras personas que serán su matriz o controlante, bien sea directamente, caso en el cual aquella se denominará filial o con el concurso o por intermedio de las subordinadas de la matriz, en cuyo caso se llamará subsidiaria”. No obstante ello, no existe impedimento alguno para que un accionista que no sea controlante efectúe una operación de esta naturaleza.

el incremento de la base de accionistas, sin que la realización de la operación signifique un traslado del control: es posible que el oferente continúe con el control de la sociedad, dependiendo de la cantidad de acciones objeto de la operación y la cantidad máxima que un inversionista individualmente pueda aceptar, o dispersar la totalidad de la propiedad sin que se genere un nuevo controlante.

b') *Partes y elementos*. El objeto de una OPD es la venta de acciones de una sociedad mediante una operación típica de compraventa¹²⁴, siguiendo para ello las formalidades y procedimientos establecidos para esta clase de operaciones en el decreto 2555 de 2010. Se trata de una oferta de venta —y no de compra o adquisición como en las OPA— en la cual la parte oferente (la vendedora) es el controlante o grupo controlante de una sociedad que necesariamente debe estar listada en bolsa. Los destinatarios, siguiendo los supuestos que establece la definición de oferta pública en el mercado secundario, tendrán que ser el público en general; en este sentido no es posible dirigir la oferta exclusivamente a los accionistas de la sociedad, por cuanto los principios que desarrolla el artículo 6.15.1.1.1¹²⁵ disponen que esta debe dirigirse a personas no determinadas.

La fijación del precio de venta de las acciones objeto de una OPD corresponde al oferente; debe estar incluido en el aviso de la oferta pública y su determinación debe hacerse con fundamento en un procedimiento técnico. En el cuadernillo de ventas¹²⁶, se debe hacer la descripción detallada del modelo utilizado para calcular el precio de venta. Además, para efectos de comparación, deben incluirse dos cálculos adicionales del valor patrimonial de la acción, que al menos debe considerar los siguientes supuestos: i) si la sociedad tiene participaciones en otras

¹²⁴ De acuerdo con el parg. 1º del art. 6.15.3.1.2 del decr. 2055 de 2010, “Las acciones que se ofrezcan en una oferta pública de democratización deben estar inscritas en una bolsa de valores con una antelación no inferior de seis (6) meses a la fecha de la operación y estar libres de gravámenes, limitaciones de dominio y de cualquier demanda o pleito pendiente que pueda afectar la propiedad o su negociabilidad”.

¹²⁵ El art. 6.15.1.1.1 establece: “Se entiende autorizada la oferta pública de valores en el mercado secundario que se realice con sujeción a lo dispuesto en el presente Libro. Las ofertas públicas en el mercado secundario deberán dirigirse a personas no determinadas y no podrán formularse estableciendo condiciones adicionales para su aceptación diferentes de las usuales del negocio jurídico que se pretende celebrar. En tal sentido no se podrá establecer la exigencia para quien acepte la oferta de que lo haga por una cantidad mínima o máxima de valores”.

¹²⁶ Ver decr. 2555 de 2010, art. 6.15.3.1.9.

sociedades, el valor de tales participaciones, sobre la base de que corresponderá al porcentaje que ellas representen en el valor patrimonial total de la sociedad receptora de la respectiva inversión, y ii) si la sociedad tiene acciones listadas en bolsa, se debe incluir un segundo cálculo en el que el valor de esas inversiones corresponda al valor promedio de sus cotizaciones en bolsa durante los últimos seis meses.

En el folleto y en el cuadernillo de ventas debe incluirse el procedimiento y condiciones para la adquisición y pago de las acciones. Los aspectos específicos de la forma de pago se rigen por los procedimientos ordinarios de las operaciones en bolsa y la reglamentación que se aplica para el efecto.

No existe un régimen especial de garantías para estas operaciones. Lo usual es que los procedimientos de aceptación, pago, plazos, etc., sean los ordinarios de las operaciones en bolsa, los cuales no contemplan un régimen de garantías para las operaciones ordinarias de compra y venta en bolsa.

Tampoco se hace mención expresa respecto de la irrevocabilidad de la oferta como si ocurre en relación con las OPA, por lo cual se aplica el régimen ordinario de las operaciones de bolsa.

El plazo de validez de la oferta no podrá exceder de tres meses.

c') *Trámite y procedimiento.* Al igual que en las OPA, las OPD requieren de la autorización de la Superintendencia Financiera. El trámite y procedimiento también puede entenderse como una sucesión de actos que van desde la presentación de la solicitud de autorización de la oferta, la revisión que efectúa la Superintendencia Financiera a los diferentes documentos que deben acompañar la solicitud, la publicación de los avisos de oferta una vez se obtenga la conformidad de dicha entidad, la aceptación y realización de las operaciones y la liquidación, compensación, pago y entrega de acciones¹²⁷.

La solicitud de autorización de la OPD debe ir acompañada de un conjunto de documentos, en los cuales se precisan los diferentes aspectos que se consideran relevantes para el desarrollo de la operación, especialmente desde el punto de vista de las condiciones del oferente, el objeto y características de la oferta, plazos y precio. La solicitud debe contener una descripción del mecanismo por el cual se pondrá en conocimiento del público la información sobre la OPD, y debe acompañarse del folleto informativo, el cuadernillo de ventas y el proyecto de

¹²⁷ Los arts. 6.15.3.1.4 y ss. del decr. 2055 de 2010 regulan de manera detallada el procedimiento de las ofertas públicas de democratización.

aviso de oferta. Tanto el folleto como el cuadernillo tienen que definir las condiciones y características de la oferta, e incluir al detalle que se requiera todos los aspectos relevantes de información que puedan ser útiles para que los eventuales inversionistas interesados en la compra de las acciones ofrecidas, puedan hacerse un juicio sobre las condiciones de la operación, las acciones y el emisor y, en fin, tener los elementos de juicio necesarios para definir sobre la aceptación o no de la oferta.

La operación debe ser informada mediante la publicación de por lo menos tres avisos. El contenido de estos, aparte de los aspectos generales relacionados con el nombre del oferente, del emisor y de las acciones, cantidad, precio, forma de pago, día, lugar y hora de celebración de la operación, el lugar donde se encuentra y puede ser consultado el cuadernillo de venta, debe mencionar de manera expresa las condiciones específicas que van a regir la operación¹²⁸.

El folleto informativo tiene la característica de ser un documento en el cual se explica la operación y se suministra la información esencial sobre el emisor. Así mismo, la operación debe contener una descripción clara y concisa de i) los riesgos a que se exponen quienes invierten en acciones, con expresa mención de la posibilidad de pérdida del capital invertido, y ii) los criterios que debe evaluar un inversionista para definir la composición de su portafolio y para determinar la proporción de títulos de renta variable que pueden hacer parte de su portafolio de acuerdo con su capacidad económica y una asunción razonable de riesgo. Desde el punto de vista de la sociedad emisora de las acciones objeto de la OPD, se debe hacer una descripción de la actividad o actividades económicas y negocios a los que se dedica, con la precisión de aquellas que constituyen sus principales fuentes de ingresos. En adición a esta información, el folleto debe contener los aspectos determinantes de la oferta: cantidad de acciones ofrecidas y el porcentaje que representan sobre las acciones en circulación del emisor, precio de las acciones, procedimiento y condiciones para su adquisición y pago, y cierta información financiera sobre el emisor: valor patrimonial de la acción para los dos últimos cortes de ejercicio y para el trimestre inmediatamente anterior a la fecha de la oferta; cotización promedio y volumen transado de las acciones para cada uno de los últimos doce meses; utilidades o pérdidas obtenidas en cada uno de los tres años anteriores a la oferta; si se trata de una *holding*, debe hacerse un resumen de las políticas de manejo de los activos que integran su portafolio de

¹²⁸ El art. 6.15.3.1.5 contiene el detalle del contenido de los avisos de oferta de OPD.

inversiones, especificando si existen restricciones a la venta de los que actualmente posee o si, por el contrario, dichas inversiones pueden ser vendidas libremente, y una serie de advertencias que se consideran importantes en relación con la decisión de inversión¹²⁹.

El cuadernillo de ventas debe contener además de la información que forma parte del folleto, aquella que resulte relevante sobre las condiciones económicas, financieras y jurídicas de la sociedad emisora objeto de la operación, que incluya una descripción detallada del modelo que se utilizó para establecer el precio. Para efectos de comparación, se deben agregar dos cálculos del valor patrimonial de la acción de la sociedad objeto de la operación, i) considerando al emisor cuando posea participaciones en otras sociedades, en cuyo caso el valor de tales participaciones corresponderá al porcentaje que representen las mismas en el valor patrimonial total de la sociedad receptora de la respectiva inversión, y ii) cuando la sociedad posea acciones que se coticen en bolsa, teniendo en cuenta para efectos del cálculo, el promedio de las cotizaciones en bolsa durante los últimos seis meses. Así mismo, una descripción de los activos fijos, patentes, marcas y otros derechos, posición en el mercado, protecciones gubernamentales, situación laboral de la entidad, política de distribución de dividendos, operaciones realizadas durante los últimos doce meses con socios, administradores, filiales y subordinadas, así como las condiciones de las mismas, garantías otorgadas a terceros, litigios, obligaciones financieras, riesgos futuros de la sociedad, situación de subordinación e información sobre matriz y subordinadas, que incluya al menos para cada una: objeto social principal, composición accionaria, principales inversiones y riesgos de la entidad, e información financiera del emisor y la matriz¹³⁰.

Presentada la solicitud de autorización ante la Superintendencia Financiera, esta dispone de cinco días hábiles desde la fecha de presentación de los documentos para efectuar las observaciones que considere necesarias. La publicación del aviso de oferta debe realizarse dentro de los cinco días siguientes a aquel en que se haya obtenido la conformidad de la Superintendencia Financiera. Una vez se obtenga dicha conformidad, el oferente debe informar sobre la celebración de OPD por medio de tres avisos que se publicarán con intervalos no menores

¹²⁹ El art. 6.15.3.1.8 contiene el detalle de la información que es necesario incluir en el folleto informativo.

¹³⁰ El art. 6.15.3.1.9 del decr. 2555 de 2010 establece la información que debe incluirse en el cuadernillo de ventas.

de cinco días comunes, en las páginas económicas de uno o más periódicos de amplia circulación nacional y en el boletín diario de la bolsa.

La celebración de la operación no podrá llevarse a cabo antes de ocho días comunes contados a partir de la fecha de publicación del último aviso. El trámite de la operación se hará en bolsa, para lo cual la Superintendencia Financiera podrá autorizar la realización de ruedas especiales distintas de la rueda ordinaria, cuando las condiciones de adquisición sean fijas y uniformes para todos los inversionistas o se prevea un mecanismo de prorrateo para la asignación.

d) *Martillos*. Sus elementos y características se describen a continuación.

a') *Concepto*. Se trata de una operación de compraventa de valores que tiene la finalidad de que una persona (el vendedor), mediante de una subasta o remate denominada martillo, ofrezca en venta paquetes importantes de acciones de un emisor listado en bolsa, ordinariamente paquetes de control accionario. Desde el punto de vista del tamaño de estas operaciones, usualmente paquetes de control, y de la finalidad de la venta, constituye la operación contraria a las OPA en el sentido de que en estas se busca la adquisición del control, mientras que en los martillos usualmente se ofrece en venta el control.

Corresponde a una operación cuyos sujetos activos son el o los controlantes de una sociedad, los cuales por medio de un procedimiento formal y como operación administrada por la bolsa, ofrecen en venta la totalidad o una parte de un paquete de acciones. A diferencia de las OPD, la finalidad de la operación no es la venta y dispersión de la propiedad accionaria, sino la venta que busca optimizar la transferencia de las acciones que se pretende vender en las mejores condiciones de precio posible. Como operación contraria a las OPAS busca proveer un mecanismo para quien decide poner en venta acciones. Considerando que usualmente se trata de paquetes de control, la operación se desarrolla por un mecanismo que difiere de las operaciones ordinarias de compra y venta de valores en bolsa.

b') *Partes y elementos*. Teniendo en cuenta que se trata de una operación de venta, la parte vendedora corresponde al accionista o grupo de accionistas que mediante el martillo ofrecen en venta sus acciones. La parte compradora, corresponde a los postores, sociedades comisionistas de bolsa, quienes pueden actuar a nombre propio y por cuenta de sus clientes interesados en la compra de las acciones objeto del martillo, o por cuenta propia, en cuyo caso deben sujetarse a las reglas establecidas

para tales operaciones, sin que en todo caso una sociedad comisionista de bolsa pueda adquirir más del cincuenta por ciento de las acciones objeto del martillo por cuenta propia.

Las condiciones para la venta, precio y forma de pago le corresponde fijarlas al vendedor. La determinación del precio base del martillo no tiene que estar sustentada o ser el producto de un estudio técnico, tal y como si se requiere para las ofertas en el mercado primario, en las OPA y en las OPD. A diferencia de otras operaciones, en el martillo es posible establecer condiciones de financiación para la venta, en cuyo caso los criterios que se establezcan deben ser absolutamente claros y objetivos. El propósito es que cualquier interesado pueda acceder en igualdad de condiciones a otros a la financiación ofrecida, y esto no pueda ser aprovechado para establecer condiciones subjetivas que tiendan a evitar la libre concurrencia y las condiciones de igualdad de los interesados.

La exigencia de garantías como requisito para participar como postor en un determinado remate es una decisión discrecional de la bolsa, que podrá exigir que sean otorgadas a su favor, en cuyo caso su cuantía se debe determinar de manera proporcional al valor individual de las ofertas de compra.

De acuerdo con el artículo 2.10.7.1.7 del decreto 2555 de 2010, el vendedor tiene la potestad de establecer que los valores objeto del martillo podrán ser rematados en uno o más lotes, con lo cual, el total de las acciones objeto de la operación puede ser ofrecido en la subasta en un solo y único lote o en varios lotes. Por otra parte, la oferta de venta no puede estar sujeta a ninguna condición, salvo la modalidad “todo o nada”, lo cual significa que solamente en caso de que sea posible adjudicar la totalidad de lotes ofrecidos el vendedor está obligado a efectuar la venta. En los casos en que el primer o único lote no esté sujeto a la condición “todo o nada”, la adjudicación se hará utilizando el mecanismo de prorrateo. En relación con el precio de adjudicación, este corresponderá al precio promedio ponderado del respectivo lote.

En los casos en que las acciones que se pretende rematar se encuentren listadas en bolsa, se puede dar una situación en la cual interactúa el mercado ordinario de negociación en bolsa con la operación de martillo, en virtud de la cual se permite que las acciones que no son objeto de venta en la operación de martillo puedan participar en este. En tanto se considera que el martillo como operación de venta es en cierto sentido la operación contraria de la OPA, en la cual la oferta de adquisición está dirigida a todos los accionistas de la sociedad, en los martillos teniendo

en cuenta que con ellos se puede dar la transferencia del control, se permite que otros accionistas participen en los términos que establece el artículo 2.10.7.1.9 del decreto 2555 de 2010, por medio del registro de las denominadas ofertas de venta permanentes que queden vigentes al cierre de la rueda realizada en la fecha fijada para el martillo, por un precio inferior o igual al precio base del remate. Con lo anterior, dichas acciones entran a formar parte de las acciones objeto del martillo y serán rematados junto con el primer o único lote que integren las acciones originalmente ofrecidas y se regirán por las condiciones establecidas para el mismo. Esta regla no se aplica a martillos de procesos de privatización y tampoco a las ofertas de venta que correspondan a un mismo comitente o que sumadas por comitente superen el veinte por ciento del total de las acciones originalmente ofrecidas.

La celebración y desarrollo de la operación de martillo debe efectuarse de conformidad con el procedimiento operativo establecido en el artículo 2.10.7.1.11 del decreto 2555 de 2010. Conforme al artículo 2.10.7.1.18 del mismo decreto se establecen dos modalidades para el desarrollo del martillo, las cuales tienen en común sustraer de este un monto equivalente al veinte por ciento¹³¹ de las acciones objeto de venta, con la finalidad de ser ofrecidas al público en general, por fuera de la subasta al precio base del remate y bajo el supuesto de que en la distribución habrá prorroateo en caso de que la demanda sea superior al monto del veinte por ciento dirigido al público en general.

En la primera modalidad se prevé iniciar el remate con una etapa previa al procedimiento de martillo regulado en el artículo 2.10.7.1.11 del decreto 2555 de 2010, en la cual se debe ofrecer al público en general al menos el veinte por ciento de las acciones objeto de la operación, al precio base y con prorroateo. Para la adjudicación solo se considerarán las aceptaciones que se hayan presentado por un máximo del cinco por ciento de las acciones objeto del martillo. Agotada esta etapa, se dará curso al martillo por el remanente de las acciones, que incluye las que no hayan sido adjudicadas en la etapa previa, aplicando el procedimiento ordinario del martillo previsto en el artículo 2.10.7.1.11 del decreto 2555 de 2010.

En la segunda modalidad, la oportunidad para efectuar el ofrecimiento al público en general de parte de las acciones objeto de la operación,

¹³¹ En los casos en que el valor de las acciones supere la cifra de 750.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes a la fecha de celebración del martillo, el 20% mínimo que debe ofrecerse al público en general se puede reducir al 10 por ciento del total de las acciones ofrecidas en venta.

se hace con posterioridad a la celebración del martillo, no antes de cinco días hábiles ni después de quince días hábiles contados desde la fecha de realización del martillo. La cantidad que se puede ofrecer, el precio de colocación y las aceptaciones que se pueden considerar obedecen a los mismos criterios aplicables a la primera modalidad.

Excepcionalmente, y por circunstancias especiales, es posible que la Superintendencia Financiera de Colombia autorice la utilización de un procedimiento operativo diferente al que regula el decreto 2555 de 2010, el cual en todo caso debe garantizar a los participantes condiciones similares de igualdad, transparencia y libre concurrencia.

c') *Trámite y procedimiento.* Al igual que las OPAS y las OPD, los martillos requieren la autorización de la Superintendencia Financiera. En el mismo sentido de las OPAS y de las OPD el trámite y procedimiento constituye una sucesión de actos que van desde la presentación de la solicitud de autorización para la celebración del martillo, la revisión de la Superintendencia Financiera a los diferentes documentos que deben acompañar la solicitud, la publicación de los avisos convocando al martillo por parte de su presidente, una vez se obtenga la conformidad de la Superintendencia, la celebración del martillo de acuerdo con las reglas previstas en el reglamento y la liquidación, compensación, pago y entrega de acciones.

El presidente del martillo constituye la máxima autoridad en el desarrollo del trámite y en su celebración y conducción. Entre otras, sus funciones de conducción, le permiten en caso de que existan dudas acerca del adjudicatario, la validez de una postura, la conclusión del remate o discrepancias con los postores sobre hechos que puedan afectar la adjudicación del martillo, suspender el remate o abrir nuevamente la vuelta o vueltas correspondientes con el fin de subsanar las dudas o discrepancias que se puedan presentar.

Una vez se presente la documentación completa, la Superintendencia Financiera tendrá un plazo de cinco días hábiles contados a partir de la fecha de radicación para efectuar las observaciones que considere pertinentes. La presentación de la documentación está a cargo del presidente del martillo, quien además debe incluir el proyecto de aviso y la documentación en la cual se establezcan las características y condiciones específicas que regirán el martillo. Una vez se presente ante la Superintendencia la información antes mencionada, la bolsa suspenderá la negociación bursátil de las acciones objeto del remate hasta el día siguiente a la publicación del primer aviso.

El presidente del martillo debe informar de la celebración de este por medio de avisos que se publicarán por lo menos tres veces, con intervalos no menores de cinco días comunes, en uno o más periódicos de amplia circulación nacional. La publicación del primer aviso se hará dentro de los cinco días comunes siguientes a aquel en que se obtenga la conformidad de la Superintendencia Financiera. Una vez efectuada la publicación de los avisos, podrá llevarse a cabo el martillo, el cual, en todo caso, no podrá llevarse a cabo antes de diez días hábiles, los cuales se contarán a partir de la fecha de publicación del último aviso¹³².

El proyecto de aviso¹³³ debe contener, entre otros, las condiciones específicas que van a regir el martillo; la cantidad y las características de los valores que serán objeto del remate, indicando cualquier circunstancia que afecte o pueda llegar a afectar dichos valores o a su emisor; si los valores se encuentran o no inscritos en bolsa; si los valores que se ofrece subastar serán rematados por lotes, la conformación de los mismos y la indicación de si alguno o algunos de dichos lotes serán vendidos bajo la modalidad de “todo o nada”; el precio base del remate, especificando el porcentaje de incremento de precio que se impondrá en caso de que se presenten varias vueltas, el cual no podrá ser superior al cinco por ciento; el día, la hora y el lugar en que se realizará la operación, el lugar donde se podrá encontrar y consultar el cuadernillo de ventas, así como las advertencias exigidas en relación con los efectos de inscripción en el RNVE y la autorización que imparta la Superintendencia Financiera.

El cuadernillo de ventas¹³⁴, que tiene la finalidad de proveer a los inversionistas interesados la información necesaria sobre la operación, debe contener como mínimo información sobre las características de las acciones objeto del martillo, tales como el valor nominal, precio de venta, valor patrimonial al corte de los dos últimos años calendario y al del trimestre inmediatamente anterior; el precio de venta, si hay condiciones de financiación, la especificación de las mismas; si se trata de acciones inscritas en bolsa el precio al corte de los últimos dos años calendario y el de cada uno de los seis meses anteriores; cantidad de

¹³² De acuerdo con el parágrafo del art. 2.10.7.1.6 del decr. 2555 de 2010, tratándose de procesos de privatización el martillo no podrá efectuarse antes de 20 días hábiles contados desde la fecha de publicación del último aviso.

¹³³ El art. 2.10.7.1.6 del decr. 2555 de 2010 establece el contenido mínimo de los avisos de convocatoria al remate.

¹³⁴ El art. 2.10.7.1.8 del decr. 2555 de 2010 establece los requisitos que deben cumplir el folleto de información.

valores ofrecidos y el porcentaje que representan con respecto al total de los valores de la misma clase que tenga en circulación el emisor; cualquier circunstancia que pueda afectar el precio o la circulación de los valores objeto de remate; información general de la entidad emisora, esto es: la denominación o razón social, domicilio social, dirección de la oficina principal, duración y objeto social, así como cualquier hecho que sea de trascendencia para la misma o para sus negocios; información sobre la sociedad matriz y entidades subordinadas de la sociedad cuyas acciones son objeto del remate; información financiera, la cual debe incluir como mínimo: los estados financieros al corte del trimestre calendario inmediatamente anterior y los informes presentados por el representante legal y el revisor fiscal en las asambleas de los tres años anteriores donde se hayan considerado estados de fin de ejercicio junto con los correspondientes estados financieros.

7. LA OFERTA PÚBLICA Y LA TUTELA DE LOS DERECHOS DE LOS INVERSIONISTAS

La calificación de una oferta de valores dentro de la categoría de oferta pública, debe entenderse ante todo como un mecanismo de transparencia y tutela de los derechos de los inversionistas, lo que explica que las consecuencias que se derivan de ello se traducen en la órbita de la protección de los derechos de los inversionistas¹³⁵. La ley 964 dispone en su artículo 7º, literal a), que las ofertas públicas deben estar precedidas de la inscripción en el RNVE; en este sentido, el soporte del principio de protección se fundamenta en el registro de información

¹³⁵ “La regulación pública del mercado de valores desde sus inicios, ha tenido siempre como objetivo la protección del inversor (inversionista); aun en países de tradición marcadamente liberal. Frente a esta situación inicial, las dimensiones alcanzadas por los mercados y sobre todo, la interrelación de las economías ha generado la necesidad de atender a un nuevo interés público, la eficacia del mercado, inicialmente ajena a estas regulaciones. De esta forma, los reguladores de todos los Estados se ven obligados a conjugar la necesaria protección del inversor (inversionista) con medidas tendientes a mantener la competitividad de los mercados. Esta necesidad de equilibrio no puede olvidar en cualquier caso, que el fundamento último de todo el sistema público del mercado de valores es el inversor (inversionista), sin el cual la presencia pública carecería de sentido. Esta afirmación es más relevante si se tiene en cuenta la incidencia de los pequeños inversores en la capitalización de todo mercado, [...]” (BEATRIZ BELANDO GARÍN, *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Madrid, Thomson - Civitas, 2004, pág. 28).

del valor que se emite y de la emisión¹³⁶. El suministro de información se plantea como un deber de las sociedades emisoras de valores y como un derecho desde la perspectiva de los inversionistas, del mercado de valores y de cualquier eventual interesado. La guarda del respeto de este deber y la garantía de la efectividad de este derecho le corresponde al gobierno quien dispone de diversas herramientas para asegurar su cumplimiento. Con fundamento en las atribuciones que establece la ley 964 en su artículo 6º, letra a) puede “Suspender preventivamente cuando hubiere temor fundado de que se pueda causar daño a los inversionistas o al mercado de valores, una oferta pública en cualquiera de sus modalidades; la negociación de determinado valor, la inscripción de valores, o de los emisores de los mismos en el Registro Nacional de Valores y Emisores [...]”, y aplicar las sanciones que correspondan, en la medida en que se considera una infracción del mercado de valores en los términos del artículo 50, letra k), “Realizar una oferta pública en cualquiera de sus modalidades, con violación de las normas aplicables, o no realizarla cuando las autoridades así lo requieran”.

¹³⁶ En relación con la transparencia de la información se ha dicho que “[...] implica no sólo información obligatoria, sino también que ésta sea lo más homogénea posible, con el fin de facilitar su control por parte de los organismos supervisores, y accesible al público inversor, lo que requiere su difusión a través de medios que garanticen que cualquier interesado puede conocerla como, por ejemplo, mediante consulta en los registros de la CNMV o a través de Internet. Por consiguiente, la transparencia informativa guarda estrecha relación con los principios de protección del inversor y eficiencia del mercado debido a la importancia que cobra la información como principal instrumento para fomentar el desarrollo y eficiencia de los mismos. La transparencia informativa sirve para proteger al inversor, ya que a través de una información veraz y completa se le proporcionan los elementos necesarios para formar su decisión negocial y decidir correctamente, a la vez que se crean las bases necesarias para que los inversionistas tengan confianza y seguridad en el funcionamiento de los mercados, condición indispensable para su eficiencia. En relación con esta idea la doctrina ha diferenciado entre las denominadas “regulaciones de comportamiento, una de cuyas manifestaciones más significativas se encuentra en las normas de folleto informativo (prospecto de información), y las regulaciones de estructura”, como son los requisitos de solvencia y liquidez de los emisores que, no obstante sus diferencias coinciden en el objetivo común de hacer más eficientes los mercados. En este sentido se ha señalado que las regulaciones de comportamiento trascienden claramente el plano de la conducta, proyectando sus efectos sobre la estructura misma del mercado; porque al generar confianza, fomentan el acercamiento al mismo de un mayor número de inversionistas, facilitan la incorporación de empresas a bolsa, evitan que a la primera bajada de las cotizaciones todos se apresuren a vender, mejorando, en consecuencia, la concentración de operaciones sobre el mercado, la frecuencia y la liquidez de la contratación [...]” (MARÍA VALMAÑA OCHAITA, *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones*, Madrid, Grupo Wolters Kluwer, La Ley, 2006, pág. 133).

El deber de elaborar un prospecto de información¹³⁷ como presupuesto necesario para poder hacer una emisión de valores mediante oferta pública, constituye el principal instrumento de protección de los derechos de los inversionistas, y como lo establece el artículo 5.2.1.1.4 del decreto 2555 de 2010, es el documento que contiene los datos del emisor, del valor y de la emisión, necesarios para el cabal conocimiento por parte de los inversionistas. Dada la finalidad del Prospecto, su elaboración configura una gran carga de responsabilidad para los emisores de valores, bajo el principio de que en el prospecto debe estar incluida toda la información que desde el punto de vista de la guarda y garantía de los derechos de los inversionistas debe conocer cualquier potencial aceptante de una oferta en el mercado público de valores. Por supuesto, la necesidad de disponer del prospecto de información no solo se exige de las ofertas públicas en el mercado primario, sino que se requieren en cualquier otra modalidad de oferta, incluso en algunas de

¹³⁷ Usualmente la protección y tutela de los derechos de los inversionistas se soporta en una serie de instrumentos de naturaleza regulatoria, esencialmente dirigidos a la entrega, provisión y difusión de información de los emisores de valores. El prospecto de información es el instrumento de entrega de información característico de las ofertas públicas de valores en sus diferentes modalidades; sin embargo, no existe lo que se podría denominar un sistema de control o supervisión del contenido de la información, desde el punto de vista de su suficiencia, oportunidad y veracidad, en tanto se parte del principio de que ello es responsabilidad de los emisores. En el régimen colombiano los emisores de valores son los responsables de la información y tienen a su cargo el cumplimiento de las diversas obligaciones que en ese sentido se establece en relación con la inscripción en el RNVE. En nuestra legislación es claro que no existe responsabilidad de la Superintendencia Financiera por la veracidad de la información; por ejemplo, el art. 5.1.1.1.3 del decr. 2555 de 2010 en su parg. 1º establece que “La veracidad de la información que repose en el SIMEV, así como los efectos que se produzcan como consecuencia de su divulgación serán de exclusiva responsabilidad de quienes la suministren al sistema”. Si bien no existe responsabilidad del supervisor por la veracidad de la información, este sí tiene a su cargo una serie de controles administrativos relacionados con el cumplimiento de las obligaciones de información, que incluye la potestad sancionatoria en el caso de que se establezca la infracción a las obligaciones de información de los emisores. En materia de responsabilidad civil por la omisión de deberes de información, nuestra legislación no establece un régimen resarcitorio especial, como sí sucede en otras jurisdicciones, especialmente las anglosajonas, portuguesa, alemana y recientemente la española, en las cuales sí existe un régimen de responsabilidad especial por omisiones o inexactitudes en la información consagrada en los prospectos de información. Para mayor información sobre el régimen de responsabilidad derivada de las omisiones o inexactitudes en los prospectos de información, puede consultarse a MARÍA VALMAÑA OCHAITA en *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones*, cit..

las modalidades que se realizan en el mercado secundario, tales como OPAs, martillos u ofertas de democratización, para las cuales también es necesario que la oferta que se vaya a formular disponga como requisito de la elaboración y registro de un documento de esta naturaleza.

La utilidad y función del prospecto de información como presupuesto de las ofertas públicas, no se limita exclusivamente a ser el instrumento por excelencia de entrega de información a los potenciales inversionistas, sino que adicionalmente constituye el punto de referencia en relación con las actividades de difusión, publicidad y promoción de una oferta de valores. Parte de las normas asociadas con las ofertas públicas, especialmente con las funciones de promoción y mercadeo parten del supuesto de que la información relacionada con la oferta debe estar y guardar concordancia con la que se incluya en el prospecto, al punto que en las labores de premercado debe ser claro que el prospecto utilizado es provisional y no definitivo.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

ACEBEDO CUÉLLAR, MÓNICA: *Acciones inscritas en Bolsa*, Bogotá D. C., Universidad de los Andes - Editorial Temis, 2012.

ÁLVAREZ OTERO, SUSANA: *La valoración de las ofertas públicas iniciales*, Oviedo, Universidad de Oviedo, 2000.

BELANDO GARÍN, BEATRIZ: *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Madrid, Thomson - Civitas, 2004.

DE CÁRDENAS SMITH, CARLOS: *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Civitas, 1993.

DE LUIS, CARLOS BERTRAN: *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores negociables. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Civitas, 1998.

ESTEBAN QUESADA, CARMEN: *Tomas de control y medidas defensivas*, Navarra, Aranzadi, 2002.

FAGUA, NÉSTOR: "Oferta pública en el mercado de valores colombiano", en *Revista de Derecho Privado*, núm. 39, Bogotá, Universidad de los Andes, 2008.

FERNÁNDEZ PÉREZ, NURIA: *La protección jurídica del accionista inversor*, Navarra, Aranzadi, 2000.

GARCÍA DE ENTERRÍA, JAVIER: *Sociedades cotizadas, aumentos de capital y derecho de suscripción preferente, una consideración económica. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Thomson-Civitas, 1993.

— *La Opa obligatoria*, Madrid, Civitas, 1996.

LÓPEZ MARTÍNEZ, MANUEL: *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Thompson-Civitas, 2003.

LÓPEZ, JOAQUÍN y ROJO SUÁREZ, JAVIER: *Los mercados de valores, organización y funcionamiento*, Madrid, Pirámide, 2004.

VALENZUELA GARCAH, FERNANDO: *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores. Estudios de derecho mercantil*, Madrid, Civitas, 1993.

VALMAÑA OCHAITA, MARÍA: *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones*, La Ley, Madrid, Grupo Wolters Kluwer, 2006.

B) Normativa

— Código de Comercio.

— Concepto Superfinanciera 2008057685-001 de 24 de octubre de 2008.

— Constitución Política.

— Decreto 2555 de 2010.

— Ley 964 de 2005.

— Resolución 400 de 1995.

— Resolución 2375 de 2006.

C) Jurisprudencia

Corte Constitucional, sent. C-510 de 1992, M. P. Eduardo Cifuentes Muñoz.

CAPÍTULO II

LA OFERTA PRIVADA DE VALORES*

CARLOS ANDRÉS ALDANA GÁNTIVA**

1. ANTECEDENTES

El estudio de los orígenes de los mercados de valores es comúnmente asociado al nacimiento de las bolsas, que en su calidad de foros de negociación —tradicionalmente cerrados— en los que intervenían agentes especializados por cuenta de sus clientes, sirvieron para propiciar la negociación masiva de títulos entre un sinnúmero de partes¹. En particular, la apertura de la sociedad anónima a una pluralidad de nuevos inversores mediante la venta de sus acciones y el ofrecimiento de deuda soberana al público para financiar las necesidades presupuestales de los Estados, tienen estrecha correlación con el desarrollo de tales centros bursátiles². Solo en tiempos relativamente recientes se distingue como modalidad alternativa la negociación de valores en foros distintos a las bolsas, mediante el denominado mercado mostrador u OTC (*Over The Counter*), según sus siglas en inglés.

Así como la aparición y expansión de los mercados OTC dedicados a la negociación de acciones, bonos y otros valores por fuera de las

* Para citar este capítulo: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.09>.

** Abogado de la Universidad de los Andes. Es Máster en Derecho (LL.MM.) de Georgetown University. Se ha desempeñado como profesor en el pregrado y en los posgrados de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Actualmente es director jurídico de Valores Bancolombia.

¹ Un ejemplo de ello puede ser las primeras negociaciones organizadas de valores en la ciudad de Londres, en pequeños cafés, como el de John Castaing en 1698. London Stock Exchange, *Our History* [en línea]. Disponible en www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/our-history/our-history.htm [consulta: 3 de julio de 2011].

² Para efectos de revisar los orígenes remotos de las bolsas y los sistemas de negociación, tanto en lo internacional como en lo local, véase GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO y GUILLERMO QUIROGA BARRETO, “Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de valores”, en *Revista de Derecho Privado*, núm. 39, Bogotá, Universidad de los Andes, 2008.

bolsas no es muy lejano, al ser un fenómeno común solo a partir de la segunda mitad del siglo xx, es importante resaltar que el surgimiento de mercados especializados donde concurren un número intencionalmente limitado de partícipes, todos ellos con un alto grado de sofisticación financiera, y donde tal limitación tiene como propósito no estar sujetos a las normas comunes de los mercados *públicos* de valores, es incluso más reciente.

Como se detallará en el presente capítulo, tales mercados, conocidos como “mercados privados de valores”, han sido comúnmente desregulados, no tan extensamente analizados como los públicos y solo en las últimas décadas se han desarrollado de forma sobresaliente, con una dinámica propia y con diversas ventajas según expondremos a continuación. Paralelamente, según veremos, algunas regulaciones estatales y supranacionales, e incluso los reglamentos de algunas bolsas de valores³, han creado pautas que han contribuido en su organización y crecimiento.

2. CONCEPTO Y DEFINICIÓN DE OFERTA PRIVADA DE VALORES

A) *Diferencias entre oferta pública y oferta privada*

La oferta privada de valores tiene en la mayoría de las legislaciones como única referencia a su institución antagónica, es decir, la comúnmente estudiada oferta pública de valores. Por ende, las ofertas privadas se distinguen de las ofertas públicas en términos generales en los siguientes puntos:

a) *Destinatarios*. La definición de oferta pública de valores siempre está vinculada a quiénes son los destinatarios de la emisión. Aunque la línea divisoria del ofrecimiento “público” del “privado” se traza difusamente y de manera distinta en los distintos regímenes, se distingue una intención común de los reguladores, y es limitar la aplicación de las normas de protección del mercado público a aquellas ofertas que por su naturaleza requieren que los inversionistas sean protegidos —lo cual usualmente se traduce en la posibilidad de que el denominado “público inversionista” pueda acceder a la emisión—, enfoque que

³ Como se verá más adelante, y como reflejo del progresivo ocaso de la barrera entre el mercado mostrador y las bolsas de valores, es común que valores ofrecidos privadamente se inscriban y negocien en sistemas transaccionales de negociación.

se complementa con la utilización de criterios auxiliares tales como los medios utilizados para la difusión de la invitación a comprar o vender los valores, el número de personas a quienes se distribuye tal comunicación, la pertenencia de los destinatarios a sectores o grupos determinados, entre otros.

Por su parte, la oferta privada lo será en la medida que los destinatarios no requieren la amplia tutela de los supervisores dado su profesionalismo, o por tratarse de un número limitado de inversionistas, por debajo del umbral regulatorio de la oferta pública, o porque a estos se les comunicó el interés de venta de manera exclusiva, y así sucesivamente.

b) *Inscripción ante autoridades.* Como punto cardinal, las ofertas públicas de valores requieren trámites de inscripción ante el supervisor del mercado. Si bien los requisitos, las formalidades y los tiempos varían según la jurisdicción que corresponda, el principio transversal consiste en requerir una inscripción con el objetivo básico de que la información de los emisores pueda ser conocida por el mercado. La revelación (*disclosure*) se erige como piedra angular de los mercados públicos de capitales.

A su vez, las ofertas privadas tienen como rasgo característico no requerir trámite ante ningún tipo de autoridad supervisora. Teniendo en cuenta el alcance limitado de los partícipes, el mercado en general no requiere conocer los detalles del emisor ni de los valores ofrecidos.

c) *Documento de oferta.* El registro que se obtiene mediante la inscripción con el supervisor, requiere la entrega de un folleto de oferta o prospecto, el cual tiene un extenso listado de contenidos mínimos que se regulan detalladamente por las autoridades respectivas. En contraposición, tradicionalmente no existen disposiciones legales respecto de los contenidos de un documento de oferta de valores por medio de la oferta privada y por ende, aunque muy parecidos estructuralmente, resultan menos dispendiosos y rígidos para los emisores y sus asesores⁴, y su contenido será el que las partes —emisor e inversionistas— acuerden en cada caso.

d) *Autorización.* Según la normativa de cada país, la inscripción en el registro previa a la oferta pública debe ir precedida en algunos

⁴ Ello sin perjuicio de que, bajo la ley que resulte aplicable a la suscripción o la compraventa de los valores, se satisfagan los requisitos esenciales para que exista una oferta o propuesta de negocio jurídico.

casos de una autorización emitida por la autoridad correspondiente. En algunos casos tal autorización se entiende expedida automáticamente con el mero envío de la información completa, mientras que en otros se necesita la emisión formal de una decisión administrativa donde se ordena el registro y se autoriza la oferta pública. Por oposición, en las ofertas privadas dicha autorización siempre estará ausente.

e) *Información periódica.* Finalmente y de manera complementaria a la inscripción ante las autoridades, las ofertas públicas conllevan comúnmente la obligación de participar al mercado la información financiera actualizada del emisor, los cambios relevantes en su composición accionaria, el desempeño de sus negocios, o cualquier otro dato que resulte útil para que los actores del mercado tomen decisiones de inversión respecto de sus valores, todo ello con distintos medios —públicos y gratuitos—. Inversamente, por esencia la oferta privada no conlleva tal requisito, aunque, como analizaremos, puede existir algún tipo de revelación de alcances similares según los valores ofertados se negocien en sistemas transaccionales, dado que las partes contractualmente regulan el suministro de información.

B) *La relevancia de las ofertas privadas en los mercados globales*

Tratándose de ofertas de naturaleza privada, existe mayor dificultad para conocer con exactitud estadísticas respecto de los emisores, los valores emitidos, los montos de emisión y los adquirentes que participan en estos mercados.

No obstante, y en consideración a las ventajas de las ofertas privadas sobre las públicas —tales como menores costos de transacción, tiempos más breves para preparar la información del ofrecimiento, mercadear los valores y distribuirlos, y una mejor alineación de intereses entre lo que pretenden adquirir los inversionistas y el producto ofrecido por los emisores⁵—, es preciso citar a manera de ejemplo algunos casos recientes de emisores latinoamericanos que han acudido a los mercados internacionales mediante ofertas privadas.

⁵ Como desventajas, se argumenta que puede reducir sustancialmente la transparencia del mercado y la supervisión de las autoridades. En todo caso, se debe tener en cuenta que la oferta privada no implica que las normas generales de derecho civil, comercial, penal, entre otros, sean inaplicables.

Tabla 1. Algunas ofertas privadas de emisores latinoamericanos

| NOMBRE EMISOR | PAÍS | MONTO DE LA EMISIÓN | FECHA DE EMISIÓN | CLASE DE TÍTULO | TIPO DE EMISIÓN |
|--------------------------|-----------|---------------------|-------------------|--------------------|-----------------|
| EMGESA | Colombia | US\$400 millones | Febrero de 2011 | Eurobonos 2021 | Reg S / 144A |
| PDVSA | Venezuela | US\$3.000 millones | Febrero de 2011 | Eurobonos 2022 | Reg S / 144A |
| TELEFONICA MOVILES CHILE | Chile | US\$300 millones | Noviembre de 2010 | Notas del 2015 | Reg S / 144A |
| PAN AMERICAN ENERGY LLC | Argentina | US\$1.200 millones | Junio de 2010 | Eurobonos del 2021 | Reg S / 144A |
| BANCO ITAU - UNIBANCO | Brasil | US\$1.000 millones | Abril de 2010 | Eurobonos del 2020 | Reg S / 144A |
| EEB | Colombia | US\$610 millones | Noviembre de 2007 | Notas del 2015 | Reg S / 144A |
| ALMACENES EXITO | Colombia | US\$392 millones | Agosto de 2007 | GDR | Reg S / 144A |

Fuente: elaboración propia del autor.

Así mismo, si se observan estadísticas globales, se evidencia la magnitud y crecimiento de los mercados desregulados. Por ejemplo, los sistemas AIM de la bolsa de valores de Londres (LSE) y el Euro MTF de la bolsa de valores de Luxemburgo, sobre los cuales haremos mención y estudio posterior (podemos enunciar por el momento que son sistemas de negociación donde se listan valores que no se ofrecieron siguiendo las directivas europeas sobre oferta pública, es decir, mercados de ofertas privadas), cuentan con alrededor de 1,500 emisores de acciones inscritos en sus mercados⁶. Ahora bien, si se miran números sobre valores de renta fija, solo el sistema Euro MTF de Luxemburgo cuenta con más de 3,800 bonos inscritos y 1,800 *warrants*⁷ (cifras de febrero de 2010⁸).

C) Regulación sobre oferta privada

Conjuntamente con las cifras del mercado, la dinámica de las ofertas privadas debe ser entendida a partir de las normas aplicables, si las hubiere, por lo que en esta sección nos aproximamos a los regímenes legales sobre los cuales se asientan.

a) *Marco regulatorio en Colombia*. La situación normativa es la siguiente:

a') *La noción de “mercado de valores” de la ley marco*. Debemos partir por indicar que en Colombia no existe ni ha existido una regulación especial respecto de ofertas privadas de valores⁹. No obstante, desde la expedición de la ley 964 de 2005 (ley marco del mercado de valores) existen inquietudes en varios sectores de la doctrina nacional sobre si dicha ley marco puede tener alcances sobre las ofertas privadas.

Según coinciden varios autores, la noción de oferta pública de valores ya no parece ser un factor determinante para establecer la distinción entre un mercado público y un mercado privado. Dicha interpretación

⁶ World Federation of Exchanges, *2010 Annual Report & Statistics*. [en línea]. Disponible en: <http://www.world-exchanges.org> [consulta: 30 de junio de 2011]

⁷ Los *warrants* son valores transados en los mercados internacionales cuya característica es que permiten a su tenedor comprar las acciones subyacentes a un precio fijo hasta la fecha de vencimiento. En esa medida, se encuentra comprendido dentro de los derivados financieros.

⁸ Luxemburg Stock Exchange, *Guide to the Euro MTF Market*. [en línea]. Disponible en <http://bourse.lu> [consulta: 30 de junio de 2011].

⁹ A diferencia de lo revisado en esta obra en el capítulo “Oferta pública de valores”. En particular, véase el decr. 2555 de 2010, arts. 6.1.1.1.1. y ss.

se basa en que el antiguo concepto de “mercado público de valores” sobre el cual gravitaba la regulación colombiana con anterioridad a la expedición de la ley 964 de 2005 —y el cual estaba vinculado a la noción de oferta pública formando un binomio inescindible¹⁰— ya no es determinante en la nueva ley¹¹.

En atención a lo anterior, según el criterio de FAGUA, se puede entender que el marco de la intervención y acción del gobierno nacional en el mercado, según se lo permite la ley marco, está fundamentado ahora ya no en la existencia de una oferta pública, sino en la determinación del concepto mismo de mercado de valores, cuya noción se delimita por el concepto de valor y las actividades del mercado¹² y no por la noción de oferta¹³. Es decir, que a diferencia de lo que sucedía bajo la ley 32 de 1979, en la que era claro que el Estado no podía intervenir aquellas actividades del mercado (la emisión y la oferta) si no estaban relacionadas con ofertas públicas¹⁴, bajo la ley 964 de 2005 cualquier oferta, aun siendo privada, podría ser susceptible de la intervención del Estado. Por supuesto, cabe preguntarse si dicha intervención del gobierno

¹⁰ No se podía entender el mercado público de valores sin la oferta pública y, por ende, la intervención del Estado se circunscribía a los valores ofrecidos mediante oferta pública. A voces del art. 6° de la ley 32 de 1979 (por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se dictan otras disposiciones): “[c]onforman el mercado público de valores la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice *oferta pública*, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías” (bastardillas nuestras).

¹¹ Desde el mismo art. 1° de la ley 964 de 2005, el legislador se refiere a “mercado de valores” y no a “mercado público de valores”. Igualmente es importante resaltar el art. 3°, que enseña el concepto de valor y lista las actividades del mercado de valores, donde tampoco se menciona lo “público”.

¹² Las dos primeras actividades del mercado son la emisión y la oferta de valores y la intermediación de valores. Es evidente que ambas actividades se materializan en tratándose de ofertas privadas.

¹³ Véase NÉSTOR FAGUA GUAUQUE, “La oferta pública en el mercado de valores colombiano”, en *Revista de Derecho Privado*, núm. 39, Bogotá, Universidad de los Andes, 2008.

¹⁴ En 1986, escribía NÉSTOR HUMBERTO MARTÍNEZ respecto de la ley 32 de 1979: “la CNV [Comisión Nacional de Valores] solo puede actuar en el mercado de valores ([...]) en cuanto este sea público. [En cuanto al mercado privado], en la medida en que por su propia naturaleza no está llamado a afectar el orden público económico, carece de relevancia para la comisión y no puede ser motivo de atención, a riesgo de desbordar el límite de su propia competencia”. Citado por FAGUA, *ibidem*.

debe estar vinculada o no a actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, según se menciona en la ley 964 de 2005, artículo 1º, o si cualquier oferta —sin que medie el “público”— podría ser sujeta de la intervención¹⁵.

b’) *Ausencia regulatoria y aplicación de normas generales*. Aparte de la discusión precedente, encontramos en la normativa colombiana algunas escasas menciones sobre la oferta privada de valores a las que haremos referencia, pero no existe regulación integral como sí la hay para la oferta pública. Por ende, las normas generales del derecho privado serán enteramente aplicables a tales ofrecimientos (C. de Co., arts. 845 y ss.) y la oferta privada —al igual que la pública— se definirá legalmente como un proyecto de negocio jurídico que una persona formule a otra, la cual contiene los elementos esenciales del negocio y debe ser comunicada al destinatario. Dado ello, sabemos que la oferta privada de valores (i) es irrevocable (C. de Co., art. 846); (ii) contiene los elementos esenciales del contrato de suscripción de acciones (C. de Co., art. 384) o del valor correspondiente, o del contrato de compraventa —si se trata de una oferta en el mercado secundario— (C. de Co., art. 905 y ss.); (iii) e implica, como todo acto jurídico, la satisfacción de los requisitos de existencia y validez (C. C., art. 1502), como son una declaración de voluntad, la capacidad del oferente, un objeto y una causa lícitas. Una vez aceptada por el destinatario (formación del consentimiento), se perfeccionará el contrato de suscripción o de compraventa, según sea el caso.

En relación con normas más específicas, cabe mencionar la existencia de algunas que están relacionadas con las ofertas privadas en Colombia y se deben tener en cuenta para su estudio:

La ley 222 de 1995 otorga facultades a la Superintendencia de Sociedades para autorizar que las emisiones de bonos de sus vigiladas se ajuste a la ley (art. 84). Dicho organismo mediante instructivo¹⁶ ha determinado que la norma aplicable a tales emisiones —por supuesto, ofertas privadas, ya que los emisores de bonos mediante oferta pública

¹⁵ Por ende, si bien a partir de la expedición de la ley 964 de 2005 existen tales facultades de intervención, no es evidente cómo ello afecta o podría afectar la existencia de un mercado privado.

¹⁶ Superintendencia de Sociedades, *Instructivo sobre emisión privada de bonos, agosto de 2005*. [en línea]. Disponible en <http://www.supersociedades.gov.co> [consulta: 30 de junio de 2011].

están sometidos al control exclusivo de la Superintendencia Financiera de Colombia o SFC¹⁷—, es el decreto 1026 de 1990¹⁸.

De conformidad con la circular básica jurídica de la SFC, Título I, capítulo octavo, número 1.3, las emisiones privadas de bonos de las entidades sometidas a su vigilancia están sujetas a que el emisor envíe un prospecto con los contenidos requeridos para uno de oferta pública¹⁹.

No se puede perder de vista que si bien las ofertas privadas de valores no están sujetas a la supervisión de la SFC y no requieren autorización, ello no quiere decir que se inapliquen las normas de captación masiva y habitual de dineros²⁰. Por lo anterior, constituirá una actividad delictiva captar recursos sin autorización cuando se configuren los elementos del tipo penal. Entre otros escenarios, será delito la existencia de pasivo para con el público²¹ con más de veinte personas o por más de cincuenta obligaciones, si tales operaciones han sido el resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas (decrs. 3227 de 1982, art. 1º, y 1981 de 1988).

A partir de la expedición del decreto 2177 de 2007 (hoy incorporado al decreto 2555 de 2010 o decreto único - DU), se precisó que las empresas colombianas podrían emitir valores para ser ofrecidos en los mercados de valores del exterior o inscribir valores emitidos en Colombia en bolsas del exterior estando únicamente sujetos a la normativa externa aplicable. Por ende, en la medida que una oferta privada sea promocionada en el exterior bajo los estándares que se analizarán más adelante en este capítulo, definitivamente escapa a la supervisión de la SFC.

¹⁷ Ley 964 de 2005, art. 75.

¹⁸ El decr. de 1990 reemplazó los decrs. 1998 de 1972 y 1914 de 1983 respecto de las emisiones de bonos y reguló las características de las emisiones, de los bonos, de las asambleas de tenedores y su representante, entre otros temas. Si bien el eje del decreto en mención es la oferta pública, por lo cual disponía que toda emisión de bonos debía ser autorizada previamente por la Comisión Nacional de Valores (art. 8º), otras disposiciones del mismo decreto prevén que los bonos no se coloquen públicamente sino privadamente (arts. 4º y 13 num. 1), como en el caso de bonos convertibles en acciones para ser colocados exclusivamente entre los accionistas.

¹⁹ Lo cual a nuestro criterio puede resultar extraño porque, bajo los principios de las ofertas privadas, debería existir libertad de forma para los documentos de oferta.

²⁰ Según el C. P., art. 316, modificado con ocasión de la crisis de las pirámides en Colombia —primero mediante el decr. 4336 de 2008 y luego mediante la ley 1357 de 2009—.

²¹ Según el decr. 3227 de 1982, por pasivo para con el público se entiende el monto de las obligaciones contraídas por haber recibido dinero a título de mutuo o a cualquiera otro en que no se prevea como contraprestación el suministro de bienes o servicios.

c') *La oferta privada versus el segundo mercado.* No se puede desconocer que en Colombia desde la expedición de la resolución 707 de 1994 se creó un mercado paralelo al mercado de valores principal, denominado “segundo mercado” (también llamado “mercado balcón”), en el cual se negocian títulos que si bien están inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE, su adquisición solo la pueden realizar ciertos inversionistas calificados²². No podemos afirmar que las ofertas en el segundo mercado constituyen técnicamente ofertas privadas, ya que si bien sus destinatarios se limitan a los inversionistas calificados (profesionales), los valores están inscritos en el registro y existe un trámite reglado ante la SFC²³. Hasta la fecha, las ventajas del segundo mercado sobre el mercado principal no han resultado lo suficientemente atractivas como para incentivar masivamente a las empresas a participar como emisores del mercado de capitales²⁴.

d') *Conclusiones.* A manera de corolario, podemos concluir que en Colombia las ofertas privadas (i) no están reguladas expresamente; (ii) pueden eventualmente estar sujetas a regulación, si se acepta que la ley marco del mercado de valores permite al gobierno intervenir en cualquier actividad del mercado, aun si se desarrolla privadamente; (iii) se debe tener en cuenta que resultan aplicables las normas comunes del Código de Comercio para cualquier oferta; (iv) existen algunas normas que indirectamente afectan algunos tipos de ofertas privadas, y (v) ante la ausencia de algún lindero legal, se acepta que las ofertas privadas son aquellas que no son ofertas públicas —es decir, conforme a la actual regulación sobre oferta pública, serán privadas las ofertas de valores dirigidas a noventa y nueve o menos personas determinadas y cuyo premercado también haya sido dirigido a noventa y nueve o menos personas determinadas²⁵—.

b) *Marco regulatorio en Estados Unidos.* El régimen de estas ofertas en Estados Unidos es el siguiente:

²² Decr. 2555 de 2010, arts. 7.2.1.1.2 y 7.2.1.1.3 en cuanto a la noción de inversionista profesional.

²³ Decr. 2555 de 2010, arts. 5.2.3.1.8 y ss.

²⁴ Véase CARLOS ALDANA *et al.*, “Instrumentos regulatorios para fomentar la profundización del mercado de deuda privada en Colombia”, en *Análisis - Revista del Mercado de Valores*, núm. 1, diciembre de 2010, Bogotá, págs. 156 y ss.

²⁵ Por oposición, serán aquellas dirigidas a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas. Incluso serán públicas aquellas ofertas que se dirijan a menos de cien personas, si hubo un premercado dirigido a personas indeterminadas o a más de cien personas determinadas (decr. 2555 de 2010, art. 6.1.1.1.1).

a') *La oferta privada en la ley de valores*. La regulación del mercado de valores de Estados Unidos ha sido considerada históricamente como modelo global, al ser posiblemente la normativa que alcanzó un desarrollo más temprano. Con posterioridad a la crisis financiera de 1929 y la consecuente expedición de las normas federales de valores de 1933 y 1934 —i. e. *Securities Act* de 1933 y *Securities Exchange Act* de 1934—, se estableció un régimen del mercado público de valores en el cual se mencionaron como exentas de tal regulación aquellas transacciones por parte de un emisor “que no conllevaran una oferta pública” —sección 4(2) del *Securities Act*—²⁶. No obstante, la norma no da indicación alguna sobre qué ofertas son públicas y, por ende, no se indica tampoco cuáles están exentas por ser privadas.

Por lo anterior, desde 1935 la Comisión de Valores (SEC por sus siglas en inglés) ha revisado cuáles factores podrían ser determinantes para entender que una oferta es pública o privada, entre ellos, el número de destinatarios, la relación entre los destinatarios y el oferente, el número de valores ofrecidos y el tamaño de la oferta²⁷. Pese a ello, siempre se ha reconocido que la línea divisoria será una cuestión de hecho según cada caso y sus circunstancias.

b') *SEC vs. Ralston Purina Co.* Solo hasta 1953, en el histórico caso de la SEC contra Ralston Purina adelantado ante la Corte Suprema de Justicia de EUA²⁸, este tribunal definió que la aplicación de la sección 4(2) depende de que los destinatarios de la oferta necesiten o no la protección de las normas del mercado público de valores. Por lo anterior, dice la Corte, una oferta a quienes muestren ser capaces de “defenderse” por ellos mismos, es una transacción que no conlleva una oferta pública²⁹. Se resalta entonces de la decisión precedente, que no parece ser relevante el número de destinatarios, sino su necesidad de amparo.

²⁶ Según el tenor literal de la norma: “Securities Act of 1933, Section 4 – Exempted Transactions. The provisions of section 5 shall not apply to ([...]) 2. transactions by an issuer not involving any public offering”. Cabe decir que la sección 5 es aquella que incorpora la obligación de registro ante la Comisión de Valores. University of Cincinnati College of Law. Securities Lawyer’s Deskbook. [en línea]. Disponible en <http://taft.law.uc.edu/CCL/33Act/index.html> [Consulta: 1º de julio de 2011].

²⁷ Committee on Federal Regulation of Securities, ABA Section of Business Law, “Law of Private Placements (Non-Public Offerings) Not Entitled to Benefits of Safe Harbors – A Report”, en *The Business Lawyer*, vol. 66, noviembre de 2010, pág. 88.

²⁸ Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos, *SEC v. Ralston Purina Corp.*, 346 U.S., pág. 119 (1953). Aún hoy este caso sigue siendo la principal decisión judicial para ilustrar el lindero entre las ofertas públicas y las privadas.

²⁹ *Ibidem*, pág. 125.

c') *La institución de "safe harbors"*. Dada la decisión de Ralston Purina, la SEC ha hecho grandes esfuerzos por concretar los límites entre la oferta privada y la pública. En 1962, afirmó mediante comunicado que si bien cada caso habría de estudiarse separadamente, sí existen criterios relevantes, entre ellos: (i) conocer la identidad de los oferentes —no será lo mismo ofrecer valores a los altos ejecutivos de una compañía, que a terceros sin relación previa con el emisor—, (ii) tamaño de la emisión; (iii) formas de difusión —definitivamente la publicidad es incompatible con las ofertas privadas—; (iv) adquisición para inversión —en las ofertas privadas suele existir la intención de conservar el título hasta vencimiento—³⁰. No obstante, con el tiempo ha ido desarrollando normativa en la que se describen eventos denominados "puertos seguros" (*safe harbors*), bajo los cuales, desprendiéndose un poco de los gaseosos criterios de la Corte o los de la misma SEC en 1962, los emisores pueden estar tranquilos que están cobijados por una excepción a las normas del mercado público (tales como el registro ante la SEC, la difusión de información periódica, etc.)³¹ si siguen las pautas que se les indican. Entre los principales *safe harbors* encontramos la Regulación D, la Regla 144A y la Regulación S:

• Regulación D: en virtud de la Regulación D de 1982 (secciones 501 a 508), se incluyeron tres posibles escenarios: i) Regla 504, para aquellas ofertas que no superen US\$ 1,000,000 en un período de doce meses —en este caso, incluso se pueden usar medios masivos de comunicación y no se restringe el número de destinatarios—³²; (ii) Regla 505, para aquellas ofertas que no excedan US\$ 5,000,000 en un período de doce meses —pero está prohibida toda forma masiva de promoción y está limitada a inversionistas acreditados y no más de treinta y cinco

³⁰ Véase *U.S. Securities and Exchange Commission, Securities Act Release*, núm. 4552, Washington D. C., EUA, 1962.

³¹ La existencia de los "puertos seguros" se debe entender sin perjuicio de que cualquier otra oferta que quepa bajo los criterios judiciales de la sección 4(2) del *Securities Act* se entenderá igualmente exceptuada de la regulación del mercado público de valores. Por ejemplo, la emisión de acciones de una sociedad entre amigos y familiares de su dueño, muy posiblemente no será considerada oferta pública, así no esté incluida en algún *safe harbor*. Cabe decir, sin embargo, que la mayoría de los emisores no se sienten igual de cómodos estando sujetos a la eventual discreción de un juez o de la SEC, por lo que la utilización de los "puertos seguros" es la forma estándar de emitir valores privadamente en Estados Unidos.

³² CARTER, LEDYARD & MILBURN LLP, *Foreign Issuer Private Placements and Rule 144A Offerings in the United States*, Nueva York, 1999, pág. 27.

inversionistas no acreditados³³—; y (iii) Regla 506, la cual permite adelantar ofertas por un monto ilimitado, pero está prohibida toda forma masiva de promoción y está limitada a inversionistas acreditados y no más de treinta y cinco inversionistas no acreditados³⁴.

- Regla 144A: la Regla 144A del *Securities Act* de 1933, fue expedida en 1990 para facilitar mayor liquidez y un mercado secundario eficiente para valores no registrados³⁵. La regla comprende un *safe harbor* para ciertas ofertas dirigidas exclusivamente a “inversionistas institucionales calificados” (QIB, por sus siglas en inglés³⁶). Es como tal una manifestación expresa de la regla de la Corte de que aquellos inversionistas que pueden defenderse solos no requieren las seguridades de las normas del mercado público³⁷.

- Regulación S: la Regulación S de 1990 (secciones 901 a 905), tiene como objetivo la creación de un “puerto seguro” para transacciones de valores del exterior. En consideración a que al menos un contacto mínimo con los EUA podría hacer aplicables las normas federales, la Regulación S describe algunos casos en los cuales la oferta no se entenderá sujeta al registro ante la SEC por ocurrir fuera de Estados Unidos (Regla 901). Las situaciones en que no aplica la ley del mercado público, siempre estarán sujetas al cumplimiento de dos condiciones: i) que la oferta o venta debe ser una transacción *offshore* —el vendedor

³³ La noción de “inversionista acreditado” de la Regulación D incluye bancos, corredores de valores inscritos, sociedades con activos por más de US\$ 5 millones, administradores del emisor, personas con ingresos por más de US\$ 200,000 en los dos últimos años, entre otras personas que muestren algún grado de “sofisticación”. U.S. Securities and Exchange Commission, Regulation D - Rule 501, 1982.

³⁴ Aunque pareciera que la Regla 506 subsume a la Regla 505, bajo la Regla 506 incluso los inversionistas no acreditados deben responder un cuestionario en el que aseguran tener un nivel mínimo de competencia para adquirir los valores. Ello no sucede bajo la Regla 505.

³⁵ WILLIAM K. SJOSTROM JR., “The Birth of Rule 144A Equity Offerings”, en *UCLA Law Review*, núm. 56, pág. 422.

³⁶ Los QIB no son exactamente los mismos inversionistas acreditados de la Regulación D. Los QIB son inversionistas institucionales (por ejemplo, una compañía aseguradora, un *hedge fund*, un fondo de pensiones) que actuando por su cuenta, o por la de otros QIB, posee e invierte de forma discrecional por lo menos US\$ 100 millones en valores de emisores no afiliados con la entidad (conocido como el “test de los US\$ 100 millones”). Nunca una persona natural, indistintamente de su patrimonio, podrá ser considerado como QIB, *ibidem*, pág. 424.

³⁷ Véase U.S. Securities and Exchange Commission, *Securities Act Release*, núm. 6806, Washington D. C., EUA, 1988.

cree razonablemente que el comprador está fuera de EUA al momento de la oferta, y que la transacción no está preacordada con un comprador en los EUA—, y ii) que no habrá esfuerzos directos de venta en los EUA por parte del emisor, un distribuidor de los valores o alguno de sus afiliados o representantes. En los numerales subsiguientes de este capítulo, revisaremos en detalle el funcionamiento de las transacciones internacionales bajo las Reglas 144A y la Regulación S (en adelante “Reg S”)³⁸.

c) *Marco regulatorio en la Unión Europea.* En la Unión Europea el régimen es como sigue:

a’) *La noción de oferta privada en la normativa comunitaria.* Como en Colombia y en Estados Unidos, en la Unión Europea se identifica a las ofertas privadas como el conjunto de excepciones bajo las cuales no se deben seguir las normas de supervisión y revelación de información que aplican cuando las ofertas se dirigen al mercado público. No obstante, existe una dispersión de normas nacionales y no existe directiva específica respecto de las ofertas privadas, a pesar que algunos Estados miembros han sugerido su adopción³⁹. Pese a ello, es claro que los Estados miembros comparten que las ofertas privadas requieren la sofisticación financiera de las partes y ciertas limitaciones respecto a las vías de mercadeo y los métodos de ofrecimiento de los valores⁴⁰.

b’) *La Directiva de Prospectos y sus excepciones.* La piedra angular de las normas comunitarias sobre oferta pública en Europa lo constituye la directiva 2003/71/EC, más conocida como la Directiva de Prospectos⁴¹. Conforme a esta regla, los Estados miembros de la Unión Europea no autorizarán ninguna oferta de valores al público

³⁸ Por ahora adelantamos que es común estructurar emisiones que simultáneamente sean Reg S (porque algunos de los destinatarios son inversionistas institucionales fuera de EUA) y 144A (porque también participan QIB de EUA).

³⁹ *European Commission.* Financial Services Policy and Financial Markets, *Call for Evidence regarding Private Placements Regimes in the EU, Summary of Stakeholder Responses*, Bruselas, septiembre de 2007, [en línea] Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement_en.htm [consulta: 2 de julio de 2011] pág. 2.

⁴⁰ *Ibidem*, pág. 4.

⁴¹ Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, Directiva 2003/71/EC de 4 de noviembre de 2003, según ha sido modificada por la Directiva 2010/73/EC de 24 de noviembre de 2010. [en línea]. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm [consulta: 2 de julio de 2011].

dentro de su territorio sin la publicación previa de un folleto⁴². Sin perjuicio de lo anterior, se establece igualmente que la obligación de publicar un folleto no será de aplicación a ciertos tipos de oferta: “(i) una oferta de valores dirigida solamente a inversores cualificados⁴³, y/o (ii) una oferta de valores dirigida a menos de 150⁴⁴ personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin contar los inversores cualificados, y/o (iii) una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un importe total mínimo de 100,000 euros por inversor, para cada oferta separada, y/o (iv) una oferta de valores cuya denominación por unidad ascienda por lo menos a 100,000 euros, y/o (v) una oferta de valores por un importe total en la Unión inferior a 100,000 euros, lo que se calculará sobre un período de doce meses”⁴⁵.

c’) *Los mercados regulados y los mercados no regulados*. Aquellos mercados que se rigen por la Directiva de Prospectos se conocen en Europa como “mercados regulados”, mientras que se han desarrollado otros mercados paralelos a tales foros públicos, denominados “mercados no regulados” o “mercados regulados por bolsa” (*exchange-regulated markets*). Mientras a los mercados regulados le son enteramente aplicables la Directiva de Prospectos y la Directiva de Transparencia⁴⁶ por ser públicos, a los mercados no regulados no les aplican tales directivas. En su defecto, algunos mercados no regulados han sido organizados por medio de las bolsas, tales como el sistema Euro MTF

⁴² *Ibidem*, art. 3(1).

⁴³ *Ibidem*, art. 2(1)(e). Serán inversores cualificados, de conformidad con el art. 2(1)(e) de la Directiva de Prospectos y el anexo II, sección I, puntos 1 a 4 de la Directiva 2004/39/EC, entre otros los siguientes: i) entidades autorizadas o reguladas para operar en el mercado de servicios financieros, como establecimientos de crédito, firmas de inversión, aseguradoras, vehículos de inversión colectiva y administradores de fondos de pensiones; ii) gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, y entidades internacionales y supranacionales; iii) otras personas jurídicas que no sean pequeña y mediana empresa (las que cumplan dos de los tres siguientes requisitos son pequeña y mediana empresa: (a) menos de 250 empleados, (b) que su balance no exceda 43,000,000 de euros y (c) su volumen de ventas no exceda 50,000,000 de euros); iv) otros inversionistas institucionales cuya actividad principal es invertir en activos financieros.

⁴⁴ Únicamente a partir del 1º de julio de 2012. Antes de esta fecha, el límite es 100, como en la norma colombiana.

⁴⁵ *Idem.*, art. 3(2).

⁴⁶ La Directiva de Transparencia incluye todas las obligaciones de reporte de información periódica y eventual. Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, Directiva 2004/109/EC, diciembre de 2004. [en línea]. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm [consulta: 2 de julio de 2011].

creado bajo la bolsa de Luxemburgo, que ya hemos mencionado. De tal suerte, que valores ofrecidos y colocados privadamente (sin registro ni autorización) se negocian en tales sistemas, ofreciendo como ventajas la liquidez de los títulos y la formación de precio.

d') *Los programas EMTN*. Adicionalmente y en consideración de las excepciones a la Directiva de Prospectos, los agentes de Europa y del exterior han desarrollado un instrumento para la emisión de títulos de renta fija de manera masiva, mediante programas de emisión denominados programas de emisión de notas a mediano plazo (EMTN, por sus siglas en inglés).

Los programas EMTN están diseñados para que compañías no solo europeas, sino de otros continentes, emitan privadamente valores de renta fija en los mercados europeos sin necesidad de estar registrado ante alguna autoridad supervisora, teniendo en cuenta que tales ofertas satisfacen los requisitos para estar exceptuados de las normas del mercado público⁴⁷. De tal suerte, los programas EMTN son instrumentos comunes por medio de los cuales emisores acuden a los grandes inversionistas institucionales para endeudarse de manera ágil y con costos en muchos casos inferiores a los de una emisión registrada. Los valores bajo los EMTN suelen listarse en un mercado no regulado, según se expuso. Volveremos más adelante sobre los detalles de estos instrumentos, y cómo se entrelazan con la Reg S de Estados Unidos.

d) *Marco regulatorio en otros países de América Latina*. En nuestro subcontinente, el régimen de la oferta privada es el siguiente:

a') *México*. Según la Ley del Mercado de Valores de México, será oferta pública de valores el ofrecimiento, con o sin precio, que se haga en territorio nacional en medios masivos de comunicación y a persona indeterminada, para suscribir, enajenar, o transmitir valores, por cualquier título⁴⁸.

Si bien esta norma no incluye una definición de oferta privada, sí dispone que las ofertas privadas solo se podrán llevar a cabo si se cumple al menos uno de los siguientes requisitos: i) que se realice exclusivamente a inversionistas institucionales o calificados; ii) que se ofrezcan valores

⁴⁷ JEREMY JENNINGS-MARES y PETER J. GREEN, *Frequently Asked Questions about European Medium-Term Note Programs*, Morrison & Foerster LLP, 2010. [en línea]. Disponible en www.mofo.com/files/Uploads/Documents/FAQEMTN.pdf [consulta: 2 de julio de 2011]

⁴⁸ Estados Unidos Mexicanos, Ley del Mercado de Valores, publicada en el Diario Oficial, 30 de diciembre de 2005, art. 2-XVIII. [en línea]. Disponible en: <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lmv.htm> [Consulta: 2 de julio de 2011]

representativos del capital social de personas morales, o sus equivalentes, a menos de cien personas, con independencia de que sean de una o más clases o series; iii) que 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 esta controle o que la controlen, y iv) que se efectúe a accionistas o socios de personas morales que realicen su objeto social exclusiva o preponderantemente con estos⁴⁹. De lo anterior, vemos que la nueva ley mexicana incorpora criterios bastante claros (no presentes en la ley anterior⁵⁰) para dinamizar la capitalización y la asunción de deuda de empresas medianas y pequeñas que no tienen la capacidad de vincularse a los mercados públicos.

b') *Chile*. El artículo 4º de la Ley del Mercado de Valores de Chile manifiesta que se entiende por oferta pública de valores la dirigida al público en general o a ciertos sectores o grupos específicos de este⁵¹, y no se contempla una definición de oferta privada. Empero, la doctrina señala dos normas que podrían ilustrar algunos tipos particulares de ofertas privadas reguladas en el mercado chileno: i) la norma de carácter general (NCG) de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) número 21, la cual señala que están exentas del registro de oferta pública las distribuciones secundarias de acciones en las que se oferte un paquete mayoritario —al menos el diez por ciento del capital— y que el lote mínimo por adjudicar sea no inferior al uno por ciento del capital. En ese caso, se imponen ciertas medidas de publicidad respecto de la colocación, la información mínima que debe publicarse y una advertencia respecto de la falta de inscripción de los valores y el emisor⁵², y (ii) la

⁴⁹ *Ibidem*, art. 8º. En mismo artículo se señala que “la Comisión [Nacional Bancaria y de Valores], ajustándose a los lineamientos que apruebe su junta de gobierno, estará facultada para autorizar la realización de ofertas privadas distintas de las señaladas en las fracciones anteriores, para lo cual tomará en consideración los medios de difusión que habrán de utilizarse, el número y tipo de inversionistas a los que pretenda dirigirse la oferta correspondiente, la distribución de los valores, así como los términos y condiciones que se pretendan estipular”.

⁵⁰ JESÚS DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, *La nueva ley del mercado de valores del 2006*, Universidad Nacional Autónoma de México, 2006. [en línea]. Disponible en <http://www.juridicas.unam.mx/sisjur/mercant/pdf/8-408s.pdf> [consulta: 2 de julio de 2011].

⁵¹ Chile, Ley del Mercado de Valores. Ley 18.045, publicada en el *Diario Oficial* el 22 de octubre de 1981, art. 4º. Disponible en <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29472> [consulta: 2 de julio de 2011].

⁵² RONY JARA AMIGO, “Oferta pública y privada de valores en el mercado norteamericano: una visión comparada”, en *Revista Chilena de Derecho*, vol. 28, Santiago de Chile, 2001, pág. 105.

NGN 99 de la SVS, que prevé que será una oferta privada de acciones aquella en que un emisor local o extranjero dirige una oferta de suscripción o adquisición de acciones a los trabajadores o administradores en el marco de políticas de incentivos laborales⁵³.

3. AGENTES PARTICIPES EN LOS MERCADOS DE OFERTA PRIVADA

Enunciadas las normas básicas que pueden resultar aplicables a las ofertas privadas, es nuestro propósito describir preliminarmente cuáles son los actores intervinientes en los mercados privados, entre los cuales encontramos:

A) *Emisores*

a) *Clases de emisores en los mercados privados.* Los emisores que acuden a la oferta privada como mecanismo para captación de recursos no se encuentran limitados en ninguna regulación, ni tampoco por práctica de mercado se restringen a alguna clase particular de compañía⁵⁴. Posiblemente la única restricción que puede existir respecto de ellos, dependerá más de factores específicos a cada emisión. Por ejemplo, es común que los inversionistas calificados estén impedidos de comprar títulos que no estén calificados como grado de inversión, por lo que algunos emisores que no pueden cumplir con tal requisito quedan imposibilitados de acudir a este tipo de financiación⁵⁵.

A manera de ejemplo, vemos como el sistema Euro MTF de la bolsa de Luxemburgo (mercado no regulado de ofertas privadas) contaba en febrero de 2010 con más de 835 emisores de 68 países⁵⁶, entre los

⁵³ *Ibidem*, pág. 106. Cabe añadir que en este escenario se restringe la reventa posterior de los valores, puesto que se prohíbe la existencia de una intención, por parte de los emisores y los destinatarios de la oferta, de crear un mercado secundario.

⁵⁴ Incluso para algunos de ellos es el camino natural para posteriormente llegar al mercado público de valores.

⁵⁵ Ese es precisamente el caso colombiano, donde según el decr. 2555 de 2010 (en particular, el art. 2.6.12.1.3 num. 2), que contiene las disposiciones aplicables al régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias —principal inversionista institucional del mercado local—, dispone que las adquisiciones de títulos del exterior serán admisibles en cuanto cuenten con una calificación de grado de inversión otorgada por una sociedad calificadoras reconocida internacionalmente. Por tanto, un emisor de exterior no podrá vender a los fondos sus valores privadamente en Colombia salvo que logre dicha calificación.

⁵⁶ Luxemburg Stock Exchange, *The Luxemburg Stock Exchange: A Prime Location for Listing*. Luxemburgo, 2010. Disponible en: <http://bourse.lu> [consulta: 30 de junio de 2011].

cuales figuran bancos internacionales, agencias del exterior, emisores corporativos, emisores soberanos, entre otros⁵⁷.

b) *Deberes de los emisores*. Pese a que la oferta privada no se encuentre puntualmente regulada en los principales regímenes legales, ello tampoco quiere decir que no se sometan a deber alguno sus emisores.

Por supuesto, la primera de las obligaciones nacerá convencionalmente, según el contrato de suscripción o venta de valores. Al igual que en la oferta pública, el emisor estará llamado a honrar su deber de pago puntual de los cupones y del principal, tratándose de renta fija, de otorgar los derechos políticos y económicos asociados a las acciones si fuera renta variable, y así sucesivamente. Adicionalmente a ello, también aplicarán las reglas de derecho penal que proscriben las falsedades, por lo que cualquier falta a la verdad podría ser perseguida como delito y su consecuente reparación civil.

De manera más específica, los mercados privados se han organizado de tal forma que según la forma específica que se utilice, aplicarán distintos deberes en materia de revelación de información. Por ejemplo, en las emisiones bajo la Regla 144A de Estados Unidos, si el emisor no es una compañía registrada en la SEC o una compañía del exterior exenta de reportar información bajo el *Exchange Act*⁵⁸, no debe revelar algo en particular, pero si no cabe dentro de alguna de esas categorías, debe adjuntar una breve descripción de la naturaleza de los negocios del emisor y sus productos, junto con el balance y demás estados financieros auditados más recientes de los últimos dos años⁵⁹. No se prevé

⁵⁷ El listado de emisores en Luxemburgo incluye a grandes jugadores de los mercados mundiales —de todos los tipos—. Como ejemplo, citan a BNP Paribas, UBS, Citibank, Deutsche Bank, JP Morgan Chase Bank, Goldman Sachs, Nomura, Crédit Suisse, Fannie Mae, Freddie Mac, Coca-Cola, Levi Strauss & Co., Bayer AG, Nestlé S.A., Samsung, y soberanos tales como Brasil, Colombia, México, Panamá, Pakistán, Perú, Filipinas y la ciudad de Detroit. Véase: Luxemburg Stock Exchange, Guide to the Euro MTF Market. [en línea]. Disponible en <http://bourse.lu> [consulta: 30 de junio de 2011].

⁵⁸ Según la Regla 12g-3-2(b) del Exchange Act de 1934, los emisores privados del exterior no tienen que revelar la información prevista en las normas sobre el mercado público, si revelan a la SEC la información que revelan en su país de origen. K. Sjostrom, Jr., *The Birth of Rule 144A* [...], pág. 428.

⁵⁹ A pesar de lo escueto que resulta el requisito legal, en las emisiones 144A es común encontrar un folleto (denominado *Offering Circular u Offering Memorandum*) en el cual, por práctica de mercado, se incluye casi toda la misma información que la contenida en un prospecto registrado en la SEC. Ello facilita a los banqueros de inversión el mercadeo del título.

legalmente revelación periódica de información con posterioridad a la adquisición de los valores, aunque se podría pactar convencionalmente.

Por otro lado, si se adelanta la oferta mediante un programa EMTN, o si los valores 144A se registran en Luxemburgo, ahí sí se tendrán obligaciones de revelación de información ante la bolsa. Si se tratare de acciones, se revelará cualquier cambio sustancial en las actividades de la compañía, cambios en los derechos conferidos por los títulos, cambios sustanciales en la composición del capital y se enviarán los estados financieros auditados correspondientes al último año, entre otros requisitos⁶⁰. Si se trata de valores de renta fija, se debe informar sobre redenciones o prepagos de valores emitidos, publicar estados financieros anuales y reporte de la administración de la compañía (debidamente auditados) si los valores tienen una denominación inferior a 50,000 euros, informar sobre cualquier nuevo desarrollo dentro de la esfera de sus actividades que no sean de público conocimiento y que, por su impacto en los activos o en el curso de sus negocios, pueda afectar sustancialmente su capacidad de pago, entre otras circunstancias⁶¹.

De lo anterior se infiere que en cualquier caso los deberes de los emisores son sustancialmente inferiores a los de una emisión registrada y que principalmente son de orden contractual.

B) *Intermediarios*

a) *Perímetro regulatorio: quiénes pueden participar.* En los mercados de ofertas privadas, desempeñan un papel fundamental los banqueros de inversión, quienes además de estructurar la emisión, suelen tener la función de agentes colocadores de los valores⁶². Por lo tanto, es importante revisar quiénes pueden participar con ese carácter y en particular, ver si de algún modo tales actividades resultan sujetas a la supervisión de las autoridades.

a') *Colombia.* En la normativa colombiana, por una parte, habría que analizar separadamente quiénes podrían adelantar la estructuración de

⁶⁰ Bourse de Luxembourg, *Rules and Regulations of the Luxemburg Stock Exchange*, secciones 1001 y 1002. [en línea] Disponible en <http://bourse.lu> [consulta: 30 de junio de 2011].

⁶¹ *Ibidem*, secciones 1003 y 1005.

⁶² En cuanto a la colocación, puede ser, al igual que en las ofertas públicas, en firme —siendo esta la más común—, garantizada o al mejor esfuerzo. Según el léxico de mercado, cuando se trata de colocación en firme, el colocador se denomina *underwriter*, mientras que si es al mejor esfuerzo es meramente un distribuidor (*distributor*).

una emisión privada y, por otra, quiénes podrían actuar como agentes colocadores. En cuanto a lo primero, es conocido que la actividad de banca de inversión en Colombia no es una figura tipificada en la regulación⁶³. Adicionalmente, no está restringida la asesoría profesional para la estructuración de emisión y colocación a las entidades vigiladas por la SFC, por lo que cualquier persona natural o jurídica puede prestar dicha asesoría⁶⁴.

Respecto de lo segundo, es decir de quiénes podrían colocar privadamente valores, hay que tener en cuenta que si un emisor del extranjero quiere ofrecer sus valores a inversionistas colombianos en el territorio nacional, el banquero del exterior que lo asesora (entidad financiera del exterior) debe contar con una oficina de representación en el territorio nacional, o suscribir un contrato de corresponsalía con una sociedad comisionista de bolsa de valores o con una corporación financiera para poder promover los valores ofrecidos⁶⁵. Ahora bien, también es posible que el emisor del exterior esté directamente asesorado por una banca de inversión local, que podría promocionar los valores entre los inversionistas institucionales⁶⁶. Finalmente, no vemos posible que un emisor colombiano acuda mediante oferta privada únicamente a los inversionistas institucionales locales (es decir, una emisión privada enteramente en territorio nacional), ya que por los regímenes de inversión de estos últimos, todo título emitido en Colombia debe estar inscrito en el RNVE⁶⁷.

⁶³ Superintendencia Financiera de Colombia, concepto 2011002436-001 de 28 de febrero de 2011. [en línea]. Disponible en: www.superfinanciera.gov.co [consulta: 2 de julio de 2011].

⁶⁴ Decr. 2555 de 2010, art. 7.1.1.1.3. Se debe en todo evento revisar si la actividad desempeñada como asesoría en la estructuración, en algún momento resulta conllevar alguna actividad restringida a los intermediarios de valores (tal como la colocación de valores), en cuyo caso sí se requiere que la entidad sea vigilada por la SFC.

⁶⁵ Decr. 2555 de 2010, art. 4.1.1.1.2 num. 3.

⁶⁶ La actividad de colocación privada de valores del exterior sí requiere que la entidad sea vigilada por la SFC. En particular, tales valores del exterior, no inscritos en el RNVE, pueden ser ofrecidos por las corporaciones financieras, facultadas para colocar acciones, bonos y otras obligaciones de empresas (sin distinción que sean nacionales o extranjeras), según el EOSF, art. 12 lit. (c). Debemos añadir que en nuestro criterio dicha actividad no es propiamente intermediación en el mercado de valores, ya que no se trata de una colocación de valores inscritos en el RNVE (decr. 2555 de 2010, art. 7.1.1.1.2 num. 5).

⁶⁷ De conformidad con el decr. 2555 de 2010, art. 2.6.12.1.19, las inversiones de los fondos de pensiones obligatorias sobre los valores de emisores nacionales deben realizarse sobre títulos inscritos en el RNVE, salvo que se trate de emisiones de emisores nacionales colocadas exclusivamente en el exterior.

b') *Regulación internacional*. Como se sabe, la actividad de banca de inversión en Estados Unidos, desde la expedición de la *Glass-Steagall Act* de 1933 hasta 1999 con la *Gramm-Leach-Bliley Act* estuvo separada de la actividad de banca comercial⁶⁸. Desde esta última, se permitió la integración de ambas actividades en conglomerados financieros, que hoy dominan el panorama mundial de la banca de inversión⁶⁹. En relación con la actividad de asesoría y colocación de valores en ofertas privadas, se requiere ser un intermediario de valores debidamente registrado (*registered broker-dealer*), el cual se encuentra sujeto tanto a la supervisión de la SEC como de la autoridad autorreguladora (FINRA, por su sigla en inglés). Análoga autorización se requiere en los otros mercados internacionales. A manera de ejemplo, la banca de inversión del Reino Unido se encuentra autorizada ante la autoridad de servicios financieros (FSA, por su sigla en inglés) y la banca de inversión en Japón ante la Agencia de Servicios Financieros⁷⁰.

c') *Alcance de las funciones de los intermediarios y responsabilidades*. Son las siguientes:

1) *La responsabilidad del intermediario*. Las emisiones privadas de valores en los mercados internacionales suelen tener como destinatarios los grandes inversionistas institucionales de distintos países, quienes, por práctica de mercado, suelen someter los documentos y contratos asociados a la oferta a la ley del estado de Nueva York. Ello no quiere decir que las responsabilidades de los colocadores queden sujetas a la ley del estado de Nueva York o a la ley federal de Estados Unidos, como si se tratara de una oferta pública en ese país. Sin embargo, de ello no se colige que los intermediarios están exentos de responsabilidad por

⁶⁸ LAWRENCE J. WHITE *et al.*, "The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: A Bridge Too Far? Or Not Far Enough?", em *Suffolk University Law Review*, 2010. [en línea]. Disponible en: <http://web-docs.stern.nyu.edu/> [consulta: 3 de julio de 2011].

⁶⁹ Entre ellos, Bank of America Merrill Lynch, Citigroup y JP Morgan Chase & Co., que combinan actividades de banca comercial con banca de inversión. Otros jugadores destacados en la banca de inversión de Estados Unidos son Goldman Sachs y Morgan Stanley.

⁷⁰ Así, por ejemplo, los grandes jugadores del mercado inglés, tales como Barclays Capital, están inscritos ante la FSA, de conformidad con el *Financial Services and Markets Act* de 2000. Disponible en <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents#sch2> [consulta: 3 de julio de 2011]. Igual sucede en Japón, donde banqueros de inversión, tales como Nomura Holdings y Sumitomo Mitsui, estarán reguladas por la agencia correspondiente. Mayor información sobre la Financial Services Agency of Japan. [en línea]. Disponible en: <http://www.fsa.go.jp/en/policy/ofrsf/index.html> [consulta: 3 de julio de 2011].

la negligencia en el ejercicio de sus labores, ya que en particular, serán responsables por eventuales falencias en la revelación de la información que resulta material para el inversionista una vez decide adquirir los valores. Aunque amerita un análisis caso por caso, en general resulta aplicable el régimen legal de responsabilidad de la jurisdicción bajo la cual se perfeccionó la transacción de compra o suscripción de valores, que comúnmente es EUA.

En tratándose de emisiones 144A, al estar vinculados inversionistas institucionales de Estados Unidos, aplican a los intermediarios las normas federales de valores, aunque con un rasero más bajo que cuando se colocan títulos inscritos ante la SEC. Para efectos de buscar una condena contra el colocador, el potencial demandante en un litigio (e. g. un inversionista) debe demostrar que el demandado (e. g. banca de inversión) actuó negligentemente o con intención fraudulenta, y debe probar que su perjuicio está fundamentado en la confianza que depositó en la información provista por el colocador (*reliance*)⁷¹. Las distinciones entre la responsabilidad aplicable en las emisiones públicas y las privadas quedó clara en una decisión de la Corte Suprema de Justicia de 1995⁷², donde entre otras cosas, se clarificó que ciertas normas del *Securities Act* resultaban inaplicables fuera del contexto de las ofertas públicas de valores⁷³. Empero, las normas antifraude más conocidas de la regulación, es decir la Regla 10(b)(5) bajo el *Exchange Act* y la Sección 17 del *Securities Act*, sí resultan aplicables aun en ofertas privadas, aunque hay que tener en cuenta que tienen unos requisitos más

⁷¹ EDWARD F. GREENE, *US Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, vol. 1, Aspen, Aspen Publishers, 2006, pág. 15-5.

⁷² Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos, *Gustafson v. Alloyd Co. Inc.*, 513 U.S., pág. 561 (1995). Sin embargo y pese a *Gustafson*, parece que se permitiría eventualmente la aplicación de la Sección 12(a) para Reg S o 144A, como se ve en el caso *Sloane v Sapiens* (donde los demandantes fueron adquirentes Reg S), siempre que la oferta haya sido dirigida a un gran número de inversionistas (de QIB, por ejemplo). Véase *Sloane Overseas Fund, Ltd. v. Sapiens Intern. Corp., N.V.*, 941 F. Supp. 1369 (S.D.N.Y. 1996).

⁷³ Entre ellas, la Sección 11 y la Sección 12(a)(2) del *Securities Act*. Esta última es una norma de responsabilidad para quien vende un valor a un inversionista en contravención a la Sección 5 de la misma norma, por incluir alguna omisión material o falsedad en un prospecto (la Sección 5 es que obliga a que haya registro). Es un estándar de responsabilidad con alcances extensos, ya que en calidad de demandante puede intervenir cualquier persona (aún si adquirió en el mercado secundario, no necesariamente del colocador), y no debe demostrar que se fío de la información (no necesidad de probar *reliance*), sino solo la omisión o falsedad y las pérdidas en que incurrió. Edward F. Greene, *US Regulation* ([...]), pág. 15-6.

exigentes: se requerirá acreditar conocimiento por parte del demandado de la omisión o falsedad (*scienter*) y que fue determinante el elemento de confianza del inversionista en la información falsa o incompleta para tomar la decisión de inversión (*reliance*). Por lo anterior, el estándar es sustancialmente más alto.

Si únicamente se trata de una emisión Reg S, posiblemente no apliquen las normas de Estados Unidos, ya que si un emisor de fuera de este país vende valores entre inversionistas que no pertenezcan a EUA, por principios básicos de territorialidad de la ley, no debería aplicar la ley federal de valores. En 2010, la Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos confirmó esta tesis⁷⁴.

2) *La debida diligencia*. Ahora bien, si se adelantara un procedimiento en contra de un agente colocador bajo la ley federal de Estados Unidos, es importante resaltar que el argumento defensivo más socorrido es acreditar la existencia de una debida diligencia en la ejecución de sus funciones. Es decir, que hizo una investigación “razonable” para considerar que el documento de oferta era veraz y completo. A su turno, el estándar de razonabilidad se define como el que “se requiere de un hombre prudente para el manejo de sus propios bienes”⁷⁵.

Por tanto, según se indica en precedentes jurisprudenciales⁷⁶, si bien los colocadores no tienen el mismo estándar de responsabilidad que el emisor, sí se les exige un alto grado de diligencia porque los inversionistas confían en ellos por ser partes independientes y desinteresadas. Así, se exige que el colocador no limite su participación a una reunión de debida diligencia con la administración del emisor, lo cual parece insuficiente. La debida diligencia del colocador exige no solo revisar los números de la compañía y aquella información que parezca crítica (*red flags*), sino también la parte con información no experta (*non-expertised*)⁷⁷.

⁷⁴ Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos, *Morrison v. National Australia Bank*, 24 de junio de 2010. [en línea]. Disponible en: www.supremecourt.gov/opinions/09pdf/08-1191.pdf [consulta: 3 de julio de 2011].

⁷⁵ Véase el *Securities Act*, secciones 11(b)(3)(A)-(B) y 11(c). Securities Lawyer’s Deskbook, University of Cincinnati College of Law. [en línea]. Disponible en <http://taft.law.uc.edu/CCL/33Act/index.html> [consulta: 1 de julio de 2011].

⁷⁶ Véase *Escott v. BarChris Construction Corp.*, US District Court, S.D., NY (1968).

⁷⁷ Véase *In re Worldcom, Inc. Sec. Litig.*, US District Court, S.D., N.Y. (2004).

C) *Inversionistas*

a) *Clases de inversionistas*. Como se ha indicado a lo largo de este capítulo, la oferta privada por esencia es aquella que va dirigida a un público sofisticado y limitado, que suele coincidir con los inversionistas institucionales⁷⁸. Según se dijo, tanto en Estados Unidos como en Europa, una emisión dirigida al público inversionista (inversionistas *retail*) siempre debe ser una oferta pública registrada. Aun si se trata de regímenes como el colombiano, donde la línea divisoria se traza con un criterio eminentemente numérico —99 inversionistas o menos—, no se concibe desde el punto de vista financiero una oferta privada con inversionistas *retail*, ya que los mercados de oferta privada están diseñados para emisiones de un tamaño considerable⁷⁹. Por todo lo anterior, los inversionistas que comúnmente participan internacionalmente, de ordinario son vehículos de inversión colectiva, tales como los fondos de pensiones, las entidades aseguradoras, fondos mutuos, *hedge funds*, fondos soberanos, fondos de capital privado, *investment trusts*, entre otros, que normalmente satisfacen los requisitos mínimos de activos o de volumen de transacciones que exigen las normas locales para ser considerado un inversionista profesional.

b) *Restricciones de los inversionistas*. Según la regulación de cada jurisdicción, los vehículos de inversión colectiva suelen estar altamente regulados en cuanto a sus inversiones por tener bajo su administración ahorro del público. Dado el limitado alcance de este capítulo, no nos detendremos a revisar las limitaciones o particularidades en cada una de las distintas jurisdicciones, sino que haremos a modo de ejemplo una referencia a la normativa colombiana.

En Colombia, los fondos de pensiones obligatorias⁸⁰ pueden adquirir valores emitidos en el exterior y colocados mediante ofertas privadas, indistintamente de la naturaleza jurídica del emisor. Está expresamente permitido que se suscriban títulos de gobiernos extranjeros o bancos centrales extranjeros, bancos del exterior, entidades distintas de bancos u organismos multilaterales de crédito⁸¹. Lo que sí se requiere, como se advertía anteriormente, es que si se trata de títulos de deuda, los valores

⁷⁸ Se anota que para el caso colombiano, nos referimos en particular a los inversionistas profesionales.

⁷⁹ Por supuesto, sin perjuicio de emisiones de acciones de sociedades cerradas.

⁸⁰ Situación análoga a la de las entidades aseguradoras respecto de sus reservas técnicas. Decr. 2555 de 2010, arts. 2.31.3.1.1 y ss.

⁸¹ Decr. 2555 de 2010, art. 2.6.12.1.2, num. 2 (subnums. 2.1 al 2.4).

estén calificados por sociedades calificadoras reconocidas internacionalmente y que cuenten con una calificación de grado de inversión (superior o igual a BBB-⁸²). En caso de que la inversión o el emisor cuente con calificaciones de más de una sociedad calificadora, se debe tener en cuenta i) la calificación de mayor riesgo, si fueron expedidas dentro de los últimos tres meses, o ii) la más reciente cuando exista un lapso superior a dicho período entre una y otra calificación⁸³. Debemos añadir que a diferencia de otros países, no existe requisito para que los valores que se quieran adquirir o el emisor, estén previamente listados en bolsas de valores del exterior⁸⁴.

En relación con los límites de inversión, es notable que existe un cupo importante para los títulos del exterior. Existe un límite global de inversión en valores emitidos por emisores extranjeros y depósitos en bancos del exterior del cuarenta por ciento, si se trata del fondo conservador, del sesenta por ciento si se trata del fondo moderado (2.6.12.1.6 num. 10), o del setenta por ciento en el fondo de mayor riesgo (2.6.12.1.7 num. 10)⁸⁵.

D) *Otros agentes*

Adicionalmente a los emisores, las bancas de inversión que actúan como estructuradores y colocadores de las emisiones y los inversionistas, comúnmente intervienen otros actores en la dinámica de una oferta privada. Solo por mencionar algunos:

a) *Representante de tenedores*. El representante de tenedores es una figura tradicional en las emisiones privadas de valores (en inglés, denominado *trustee*). Tiene como misión cumplir una función fiduciaria en aras de proteger los intereses de los tenedores y a su vez, sirve como intermediario entre los tenedores de valores y el emisor⁸⁶. De tal suerte,

⁸² Calificación de “BBB-” según los estándares de las calificadoras Standard & Poor’s y Fitch. En el caso de Moody’s, su equivalente será “Baa3”. Todas las anteriores, referidas a calificaciones de renta fija de largo plazo.

⁸³ Decr. 2555 de 2010, art. 2.6.12.1.3 num. 2.

⁸⁴ En cualquier caso, los títulos suelen estar listados en Luxemburgo, por razones de transparencia y liquidez.

⁸⁵ Para los distintos tipos de fondos citados, véanse en su orden en el decr. 2555 de 2010, los arts. 2.6.12.1.5 num. 8, 2.6.12.1.6 num. 10 y 2.6.12.1.7 num. 10. En el caso de las entidades aseguradoras respecto de sus reservas técnicas, existe un límite de inversión del cuarenta por ciento, según el decr. 2555 de 2010, arts. 2.31.3.1.4 num. 9 y 2.31.3.1.5 num. 9.

⁸⁶ En algunos casos, se le denomina agente fiscal y no *trustee*, si únicamente cumple la función de ser agente del emisor, y no representante de los tenedores, circunstancia en

será el representante de los tenedores quien ejerza los derechos de los adquirentes de valores ante el emisor, recibirá los pagos provenientes del emisor de capital e intereses, si a ello hubiere lugar, e incluso estará habilitado para demandar judicialmente al emisor ante algún incumplimiento en representación de los tenedores. Además tendrá a su cargo actividades puramente operativas durante el lanzamiento de la transacción, ya que preparará las notas antes de que se depositen bajo custodia —como es la práctica internacional—.

b) *Otros agentes intervinientes.* Con funciones no menos importantes, de modo habitual intervienen, por mencionar solo algunos: i) agentes de pagos, quienes reciben del *trustee* los pagos y los transmiten a los titulares de los valores; ii) agentes de listado, quienes apoyan la misión de listar los títulos en sistemas de negociación tales como el sistema Euro MTF de la Bolsa de Luxemburgo o en cualquier otro; iii) agentes de notificaciones, quienes reciben en nombre del emisor los documentos legales que le sean notificados; iv) auditores, quienes elaboran comunicaciones o “cartas de conformidad” que dan cuenta de la veracidad de la información financiera del emisor en los documentos de oferta y del cumplimiento de las normas de contabilidad que sean aplicables; v) calificadoras de riesgo, que valoran la posición financiera y la solidez crediticia del emisor y asignan la respectiva calificación al programa o al tramo correspondiente, y vi) asesores legales, que acompañan al estructurador en la elaboración de la documentación y expiden las opiniones legales requeridas en estas transacciones⁸⁷.

4. FUNCIONAMIENTO E INFRAESTRUCTURA DE LOS MERCADOS DE OFERTA PRIVADA

A) *Estructuración y ofrecimiento privado de valores*

De manera sucinta, nos parece conveniente ilustrar los procedimientos básicos que acompañan una emisión privada de valores en los mercados internacionales. Para el caso, revisaremos un programa hipotético de notas⁸⁸ bajo un programa EMTN, títulos que satisfacen

que su misión principal será hacer los pagos y depositar los valores para su custodia. Practical Law Company, *EMTN programmes: overview* [en línea]. Disponible en <http://us.practicallaw.com/finance> [consulta: 3 de julio de 2011].

⁸⁷ *Ibidem*.

⁸⁸ La distinción entre la expresión “nota” y “bono” en los mercados internacionales, hace referencia al vencimiento del título. Las notas, por lo general, son títulos con

los requisitos para ser considerados una oferta privada 144A/Reg S desde el punto de vista de la regulación de los EUA, e igualmente una oferta privada bajo la Directiva de Prospectos en Europa. Es importante mencionar acá que las regulaciones de EUA y de la Unión Europea no resultan excluyentes, sino que por el contrario, es usual que los emisores busquen financiación de inversionistas institucionales en varios continentes, por lo que su emisión puede ser al tiempo 144A y Reg S, mediante un programa EMTN. Adicionalmente, también es usual que tales títulos estén listados en el sistema Euro MTF de la Bolsa de Luxemburgo, por lo que también incluiremos ese escenario.

a) *Pasos preliminares*. Con la decisión del emisor de participar de los mercados internacionales para captar recursos mediante una oferta privada, el acompañamiento del banquero de inversión y los asesores legales⁸⁹ con una debida diligencia preliminar permite corroborar la ausencia de limitantes convencionales o legales para que se emitan y coloquen los valores, así como el lleno de todas las autorizaciones corporativas, gubernamentales, etc., que resulten requeridas⁹⁰.

b) *Elaboración de la documentación*. Los abogados del estructurador suelen preparar los documentos legales asociados al programa de emisión. Los documentos principales son los siguientes:

a') *Prospecto*⁹¹. El prospecto será el documento principal de revelación de información que tendrán los inversionistas para tomar su decisión de inversión, y debe contener toda la información materialmente relevante para este fin. Si, como en este caso hipotético, los valores serán listados en Luxemburgo, se debe cumplir con los lineamientos previstos en el reglamento de dicho sistema de negociación y

vencimiento máximo a diez años, mientras que los bonos tienen vencimiento superior a diez años. Investopedia Staff. [en línea]. Disponible en: <http://www.investopedia.com/ask/answers/154.asp> [Consulta: 3 de julio de 2011].

⁸⁹ Se requiere por regla general la contratación de asesores legales en la jurisdicción de Nueva York, porque, como se indicó antes, por práctica de mercado la documentación de la oferta y el contrato de suscripción se acogen a tales disposiciones.

⁹⁰ Por supuesto, la evaluación financiera de las condiciones del emisor, los rangos de tasas de interés deseadas (si se trata de renta fija), el descuento al que se emitirán las acciones (para renta variable), las ventanas del mercado, entre otros muchos aspectos, serán tomados en cuenta para seguir adelante con la transacción.

⁹¹ Para un programa, se conoce como Base Prospectus, aunque también es común encontrar la denominación Offering Circular o Information Memorandum. Véase Practical Law Company, EMTN programmes ([...]), pág. 7

el prospecto contendrá como mínimo: i) información respecto de los responsables de la elaboración del prospecto y los estados financieros; ii) detalles de la emisión y de la admisión de los valores a la negociación en Luxemburgo; iii) información general acerca del emisor y su capital; iv) detalle de las actividades adelantadas por el emisor; v) información respecto de los activos y pasivos del emisor, su posición financiera y sus pérdidas y ganancias; vi) reseña de la administración, manejo y supervisión, y vii) datos sobre el desempeño reciente y las perspectivas del emisor⁹².

b') *Acuerdo de colocadores*. En un programa EMTN, es el contrato marco que regula las relaciones entre el emisor y cada uno de los agentes colocadores que intervienen⁹³. En ese documento se establecen las responsabilidades de cada agente colocador respecto de la emisión y se autoriza al agente líder colocador a actuar en nombre de los demás. Igualmente, en este documento se detallan las obligaciones del colocador así como las condiciones precedentes para cada tramo que se emitirá bajo el respectivo programa, junto con las declaraciones, garantías y responsabilidades del emisor respecto de la colocación de las notas. Es importante resaltar que los colocadores suelen incluir cláusulas de indemnidad para salvaguardar su posición frente a eventuales omisiones o faltas a la verdad en la información entregada por los emisores⁹⁴.

c') *Contrato de representante de tenedores*. Como se indicó, el representante recibe un encargo fiduciario de los tenedores de las notas. Por tanto, en este documento (*trust deed o indenture*), se indica cómo se nombra y se remueve al representante, qué protecciones tendrá respecto de su responsabilidad, cuáles son sus facultades y cuáles sus obligaciones, cómo adelantará la mecánica de pagos por medio de los agentes de pagos y se definirá allí la forma que tendrán las notas y certificados⁹⁵.

d') *Términos finales*⁹⁶. Por tratarse de un programa de emisión, en los EMTN, cada vez que se emite un tramo, se requerirá contar con un

⁹² Bourse de Luxembourg, *Rules and Regulations of the Luxembourg Stock Exchange, Schedule B*. [en línea]. Disponible en: <http://bourse.lu> [consulta: 3 de julio de 2011]. Tratándose de un programa, hay que advertir que el prospecto debe permanecer actualizado, lo cual se debe hacer como mínimo anualmente.

⁹³ Comúnmente intervienen varios. Uno en calidad de líder, y los demás reciben instrucciones de este.

⁹⁴ Practical Law Company, EMTN programmes ([...]), pág. 15.

⁹⁵ Si se optara por una estructura de *fiscal agency*, según se indicó arriba, el documento no será un *indenture*, sino un *deed of covenant*.

⁹⁶ En inglés, además de *final terms*, se les conoce como *pricing supplement*. Estructural y funcionalmente, son bastante parecidos a un aviso de oferta bajo la ley colombiana.

documento que recoja los términos y condiciones específicas aplicables a los valores de cada tramo. Por tanto, los *final terms* recogerán la forma y denominación de las notas (nominativas o al portador), la descripción de las notas (número de serie, número de tramo, moneda de denominación y moneda de pago), el valor nominal de la emisión, el precio de emisión, la fecha de vencimiento, subordinación de las notas, reglas para el cálculo de intereses, la mecánica de redención, los eventos de incumplimiento (*default*), las cargas tributarias aplicables, entre otros.

e⁷) *Prospecto suplementario*. Teniendo en cuenta que la información siempre debe permanecer actualizada y sin imprecisiones materiales, de tal forma que los inversionistas puedan tomar decisiones informadas, los cambios en la situación del emisor deben conllevar un suplemento al prospecto. Ahora bien, si los cambios no son sustanciales, se pueden incluir en los términos finales de cada tramo. Si, por el contrario, los cambios tienen un amplio alcance, se recomienda reemplazar íntegramente el prospecto por uno nuevo⁹⁷.

f⁷) *Carta de los auditores*. Conocida como *comfort letter* o carta de conformidad, es la comunicación suscrita por los auditores del emisor —dirigida los colocadores—, en la cual se certifica que las cifras financieras del emisor son fidedignas de su situación contable, y que las fuentes y los cálculos realizados para la elaboración de la información financiera contenida en la documentación (e. g. prospecto y términos finales) son correctos.

g⁷) *Opiniones legales*. A su turno, desde el punto de vista legal se exige la elaboración de opiniones legales, tanto en la jurisdicción donde está domiciliado el emisor como bajo la ley de Nueva York, donde se certifica, por una parte, el cumplimiento de las leyes del país de origen del emisor, la capacidad legal del emisor para adelantar negocios en su país, la inexistencia de incumplimientos, la ausencia de requisitos o autorizaciones gubernamentales para emitir los títulos —o la acreditación de su cumplimiento—, la validez de escoger la ley de Nueva York bajo su ley, entre otras declaraciones para dar “luz verde” a la emisión de valores; por otra parte, el abogado de EUA confirmará la validez de la transacción y de las notas bajo la ley que rige los documentos transaccionales —es decir, la ley de Nueva York—⁹⁸.

⁹⁷ Practical Law Company, EMTN programmes ([...]), pág. 12. Este prospecto nuevo suele llamarse “Amended and Restated Prospectus”.

⁹⁸ Practical Law Company, EMTN programmes ([...]), pág. 13.

h') *Nota global*. La forma en que serán emitidas las notas suele seguir los estándares de la asociación internacional del mercado de capitales (ICMA, por sus siglas en inglés). Contiene como mínimo una descripción del emisor y las partes, los términos y condiciones de los valores y las estipulaciones de pago (i. e. cupones)⁹⁹.

c) *Colocación de valores*. El proceso de colocación va precedido de un proceso de mercadeo de los valores de manera privada, de modo que no se infrinjan las normas del mercado público de valores. Para ello, telefónicamente o mediante reuniones presenciales¹⁰⁰, los colocadores presentan a los potenciales inversionistas institucionales una versión preliminar de la documentación¹⁰¹ y seguida de una nota explicativa estándar (*disclaimer*) que aclara, entre otros asuntos, que los valores no están inscritos ante ninguna autoridad, que no constituyen una oferta pública y que no existen garantías sobre las bondades del valor o la solvencia del emisor.

De conformidad con un cronograma elaborado por los estructuradores y en consideración de las condiciones del mercado, se fija preliminarmente una fecha en la que inicia el período conocido como *pricing*, en el cual se inicia la recepción de demandas de los valores y las tasas de corte aplicables. Para este proceso, los colocadores no siguen alguna regulación en particular, y la práctica de mercado adopta estructuras de construcción de libro de ofertas (*book building*) para recibir las respectivas órdenes. Una vez vencido el término para la recepción de órdenes (*closing*), los colocadores y el emisor deciden las tasas de corte y la forma en que se adjudicarán los títulos —por inversionista y monto—. Con posterioridad a ello, se da inicio a los procedimientos de liquidación (*settlement*), bajo los cuales las notas se pagan y liberan los valores los custodios internacionales.

a') *Sistemas de negociación de los mercados privados*. Como hemos venido mencionando, los valores se suelen negociar en sistemas

⁹⁹ Actualmente se utiliza la forma denominada *New Global Note –NGN* y se puede decir que tiene funciones afines a las del macrotítulo en el mercado colombiano. Véase ICMA, *New Global Note (bearer notes)*. [en línea]. Disponible en http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Financial-Infrastructure/new_global_note_structure.aspx [consulta: 3 de julio de 2011].

¹⁰⁰ Inclusive, en Estados Unidos estas presentaciones de mercadeo, conocidas como *road shows*, se adelantan de modo virtual por internet (*net road show*).

¹⁰¹ Conocida también como *red herring*.

de negociación, primordialmente en los mercados europeos, siendo Luxemburgo y Londres las plazas más solicitadas¹⁰².

1) *La bolsa de Luxemburgo*. La bolsa de Luxemburgo es una de las bolsas más importantes de Europa, siendo sede del mercado internacional de bonos más grande del mundo. Aloja en su seno dos sistemas de negociación: i) la Bolsa de Luxemburgo propiamente dicha, que es un mercado regulado —es decir, regido bajo la Directiva de Prospectos y, por tanto, a la cual se llevan valores ofrecidos públicamente, y (ii) el sistema Euro MTF (*Multilateral Trading Facility*), que es un mercado organizado (no regulado por la Directiva de Prospectos) y que solo se sujeta a sus propias reglas¹⁰³.

La inscripción al Euro MTF supone un proceso relativamente breve, que puede iniciar con el envío del borrador de prospecto, aunque también se podría adelantar con posterioridad a la emisión de los valores¹⁰⁴. Para ese trámite, se requiere un agente de listado que adelanta los trámites de envío, con por lo menos diez días de antelación a la fecha de salida al mercado. El revisor asignado al proceso inicia junto con el agente de listado y el estructurador un procedimiento de revisión de glosas y ajustes a la documentación, hasta que se obtenga una versión satisfactoria para la bolsa.

2) *El mercado de profesionales de Londres*. En la bolsa de valores de Londres (LSE, por sus siglas en inglés) tienen lugar simultáneamente diversos mercados. Uno de ellos, el mercado principal (*Main Market*) está sujeto a la Directiva de Prospectos y demás normas del mercado público de valores. A su turno, en lo que respecta a renta fija, hay un mercado no regulado denominado “mercado de profesionales” (PSM, por sus siglas en inglés), y un mercado de renta variable denominado

¹⁰² Se podría también mencionar un mercado no regulado existente en la bolsa de Irlanda, conocido como GEM - Global Exchange Market.[en línea]. Disponible en: <http://www.ise.ie/Debt-Securities/Global-Exchange-Market/> [consulta: 3 de julio de 2011]. Por su parte, en Estados Unidos existe una plataforma de negociación denominada “NASDAQ’s PORTAL Market”. Edward F. Greene, US Regulation[...], págs. 4-54.

¹⁰³ En cualquier caso, la Directiva sobre Abusos de Mercado (2003/6/EC) en relación con manipulación de mercado y abuso de información privilegiada, sí aplican incluso sobre el sistema Euro MTF. Practical Law Company, *Listing Debt Securities in Luxembourg* [en línea]. Disponible en: <http://us.practicallaw.com/finance> [consulta: 3 de julio de 2011], pág. 6.

¹⁰⁴ Es usual que se incluya en el prospecto una obligación para que el emisor haga sus mejores esfuerzos para lograr el listado de los valores.

“mercado de inversiones alternativas” (AIM, por sus siglas en inglés). Como se ve, PSM y AIM son sistemas organizados con la misma filosofía del Euro PSM de Luxemburgo, como es albergar títulos de emisores que no están listos al mercado principal, y han optado por emitir sus valores entre inversionistas institucionales. Como particularidad, se debe indicar que si bien no son mercados regulados, sí existe supervisión de parte de la autoridad de servicios financieros del Reino Unido (FSA) por medio de su división de listado (UKLA)¹⁰⁵.

d) *Regulación privada de los sistemas de negociación.* Una vez inscrito el emisor en las correspondientes plataformas de negociación, la información que debe ser reportada a las bolsas es inferior a la requerida para títulos ofrecidos, colocados y negociados entre el público inversionista, pero en todo caso existen ciertos deberes. En Londres, por ejemplo, se debe publicar un reporte anual con información contable y presentar estados financieros propios o consolidados. En Luxemburgo, también se publicarán estados financieros anuales en los períodos establecidos y se informarán situaciones materiales, tal como ya se indicó.

a’) *Sistemas de registro, compensación y liquidación.* Para compensar y liquidar los valores de las ofertas privadas, las dos principales entidades en los mercados internacionales son el *Depository Trust Company* (DTC) en Estados Unidos, y *Euroclear Bank S.A./N.V.* (Euroclear) and *Clearstream Banking, société anonyme* (Clearstream).

Uno de los depositarios de valores más grandes del mundo es DTC, tanto de certificados físicos como desmaterializados en forma electrónica. Todo participante que quiera acceder al sistema DTC debe estar inscrito en él, como es el caso de las bancas de inversión internacionales —ninguna entidad financiera colombiana tiene acceso por ahora—. Ante el custodio, figuran en calidad de propietarios no los tenedores de valores finales o beneficiarios reales, sino cada uno de los respectivos colocadores, quienes tienen a su nombre los valores por cuenta de sus clientes¹⁰⁶.

¹⁰⁵ *Financial Services Authority, Listing Wholesale Debt in London: A Practitioner’s Guide, enero de 2011* [en línea]. Disponible en: www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/wholesale_debt.pdf [consulta: 3 de julio de 2011].

¹⁰⁶ *The Depository Trust and Clearing Corporation. The Depository Trust and Clearing Corporation, An Overview.* Disponible en <http://www.dtcc.com/about/business/> [consulta: 3 de julio de 2011].

Por su parte, *Euroclear* y *Clearstream* tienen las mismas funciones que DTC, de manera que constituyen conjuntamente un sistema de compensación y liquidación de valores en el ámbito de la Unión Europea, el cual cuenta con vasos comunicantes a DTC, mediante depositarios comunes que tienen cuentas en ambos depósitos. Por último, debemos señalar que cada valor está matriculado ante dichos depósitos con un número único de identificación o ISIN.

B) Conclusiones

La breve reseña sobre la oferta privada de valores contenida en el presente capítulo, no tiene otro objetivo que transmitir la existencia de una fuente potencial de financiación muy importante para las empresas latinoamericanas en los mercados internacionales, con unas ventajas sustanciales sobre el acceso tradicional al mercado público de valores, porque permite, entre otras cosas: i) acudir a inversionistas con una capacidad de inversión superior a la de los jugadores locales y con una distribución distinta de sus cupos; ii) adelantar ofertas de valores hechas a la medida, según se identifiquen conjuntamente las necesidades del emisor y el número limitado de inversionistas potenciales; iii) aprovechar las ventanas de mercado internacionales que permiten financiaciones a tasas de interés atractivas para emisores e inversionistas; iv) diversificar las fuentes de endeudamiento, si se trata de renta fija; v) acceder al mercado de capitales sin solicitar autorizaciones de entidades supervisoras locales o del exterior; vi) no revelar ni información corporativa, ni tampoco información financiera periódica, ni situaciones corporativas relevantes, lo cual puede constituir ventajas a los demás competidores en su línea de negocio, y vii) obtener financiación usualmente de forma más ágil y expedita, al no surtir trámites de inscripción.

Por supuesto, no todo son ventajas para los emisores, y en algunos casos la empresa no está preparada para acceder a este mercado, y en otras ocasiones los costos de los asesores financieros, legales y contables, la calificación de los valores, entre otros, pueden hacer muy onerosa la oferta privada como vía de financiación desintermediada. Empero, confiamos que las ofertas privadas, en la medida que se profundice más la globalización y la interdependencia de los mercados, permita a nuestras empresas tener más alternativas eficientes de apalancamiento y de diversificación en su composición accionaria.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

- ABELLA ABONDAN, GERMÁN DARÍO y QUIROGA BARRETO, GUILLERMO: “Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de valores”, en *Revista de Derecho Privado*, núm. 39, Bogotá, Universidad de los Andes, 2008.
- ALDANA, CARLOS/ARISTIZÁBAL, FELIPE y ECHAVARÍA CLAUDIA: “Instrumentos regulatorios para fomentar la profundización del mercado de deuda privada en Colombia”, en *Análisis. Revista del Mercado de Valores*, núm. 1, diciembre de 2010, Bogotá.
- Bourse de Luxembourg: “Rules and Regulations of the Luxemburg Stock Exchange, Schedule B”. [en línea]. Disponible en: <http://bourse.lu> [consulta: 3 de julio de 2011].
- CARTER, LEDYARD & MILBURN LLP: *Foreign Issuer Private Placements and Rule 144A Offerings in the United States*, Nueva York, 1999.
- Committee on Federal Regulation of Securities, ABA Section of Business Law: “Law of Private Placements (Non-Public Offerings) Not Entitled to Benefits of Safe Harbors – A Report”, en *The Business Lawyer*, vol. 66, noviembre de 2010.
- DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, JESÚS: *La nueva ley del mercado de valores del 2006*, Universidad Nacional Autónoma de México, 2006 [en línea]. Disponible en <http://www.juridicas.unam.mx/sisjur/mercant/pdf/8-408s.pdf> [consulta: 2 de julio de 2011].
- European Commission. Financial Services Policy and Financial Market: “Call for Evidence regarding Private Placements Regimes in the EU, Summary of Stakeholder Responses”, Bruselas, septiembre de 2007, [en línea]. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement_en.htm [consulta: 2 de julio de 2011].
- FAGUA GUAUQUE, NÉSTOR: “La oferta pública en el mercado de valores colombiano”, en *Revista de Derecho Privado*, núm. 39, Bogotá, Universidad de los Andes, 2008.
- Financial Services Authority: *Listing Wholesale Debt in London: A Practitioner’s Guide, enero de 2011* [en línea] Disponible en www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/wholesale_debt.pdf [consulta: 3 de julio de 2011].
- GREENE, EDWARD F.: *US Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, vol. 1, Aspen, Aspen Publishers, 2006.
- JARA AMIGO, RONY: “Oferta pública y privada de valores en el mercado norteamericano: una visión comparada”, en *Revista Chilena de Derecho*, vol. 28, Santiago de Chile, 2001.

- JENNINGS-MARES, JEREMY y GREEN, PETER J.: Frequently Asked Questions about European Medium-Term Note Programs, Morrison & Foerster LLP, 2010 [en línea]. Disponible en: www.mofo.com/files/Uploads/Documents/FAQ-EMTN.pdf [consulta: 2 de julio de 2011].
- Luxemburg Stock Exchange, Guide to the Euro MTF Market [en línea]. Disponible en <http://bourse.lu> [consulta: 30 de junio de 2011].
- Luxemburg Stock Exchange, The Luxemburg Stock Exchange: A Prime Location for Listing. Luxemburgo, 2010. Disponible en: <http://bourse.lu> [consulta: 30 de junio de 2011].
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea: Directiva 2003/71/EC de 4 de noviembre de 2003, modificada según la Directiva 2010/73/EC de 24 de noviembre de 2010 [en línea]. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm [consulta: 2 de julio de 2011].
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea: Directiva 2004/109/EC de 15 de diciembre de 2004 [en línea]. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm [consulta: 3 de julio de 2016].
- Practical Law Company: “EMTN programmes: overview” [en línea]. Disponible en <http://us.practicallaw.com/finance> [consulta: 3 de julio de 2011].
- “Listing Debt Securities in Luxemburg” [en línea]. Disponible en <http://us.practicallaw.com/finance> [consulta: 3 de julio de 2011].
- SJOSTROM, WILLIAM K. JR.: “The Birth of Rule 144A Equity Offerings”, en *UCLA Law Review*, núm. 56.
- Superintendencia de Sociedades: *Instructivo sobre emisión privada de bonos, agosto de 2005* [en línea]. Disponible en <http://www.supersociedades.gov.co> [consulta: 30 de junio de 2011].
- Superintendencia Financiera de Colombia: concepto 2011002436-001 de 28 de febrero de 2011 [en línea]. Disponible en www.superfinanciera.gov.co [consulta: 2 de julio de 2011].
- U.S. Securities and Exchange Commission. Regulation D, 1982.
- U.S. Securities and Exchange Commission. Securities Act Release núm. 4552, Washington D. C., EUA, 1962.
- U.S. Securities and Exchange Commission. Securities Act Release núm. 6806, Washington D. C., EUA, 1988.
- Securities Act, secciones 11(b)(3)(A)-(B) y 11(c). Securities Lawyer’s Deskbook, University of Cincinnati College of Law [en línea]. Disponible en <http://taft.law.uc.edu/CCL/33Act/index.html> [consulta: 1º de julio de 2011].

WHITE, LAWRENCE J. *et al.*: “The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: A Bridge Too Far? Or Not Far Enough?”, en *Suffolk University Law Review*, 2010 [en línea]. Disponible en <http://web-docs.stern.nyu.edu/> [consulta: 3 de julio de 2011].

World Federation of Exchanges; *2010 Annual Report & Statistics* [en línea]. Disponible en <http://www.world-exchanges.org> [consulta: 30 de junio de 2011].

B) *Jurisprudencia*

Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos. *Morrison v. National Australia Bank*, 24 de junio de 2010.

Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos. *SEC v. Ralston Purina Corp.*, 346 U.S., 1953.

CAPÍTULO III

EMISORES DE VALORES*

CARLOS FRADIQUE-MÉNDEZ LÓPEZ*

1. INTRODUCCIÓN

Existen varias ventajas en convertirse emisor de valores. Además de ser un eficiente mecanismo de financiación y fuente de crecimiento de las empresas, entidades multilaterales, gobiernos y demás tipos de emisores, la obtención de fondos mediante una oferta pública, por tratarse de un mecanismo de financiación desintermediado, resulta más favorable que los créditos bancarios (en términos de tasa, costo, plazo, etc.), en tanto su costo no incluye el margen de intermediación, y permite el financiamiento de sus planes de expansión, incrementar su capital de trabajo, adquirir otros negocios, etc.

Además, el acceso al mercado de capitales aumenta el poder de negociación y prestigio de los emisores, así como la percepción de la empresa, que pasa de ser concebida como una empresa pequeña o empresa familiar a una empresa grande y exitosa. Adicionalmente, los clientes y proveedores pueden convertirse en accionistas, lo cual sirve como estrategia para aquellas compañías que interactúan con el público en general, como clientes principales.

De otro lado, internacionalmente las compañías han utilizado su condición para retener mejor personal laboral mediante opciones de compra a través de *Stock Option Plans*, lo cual sirve para incentivar la fuerza laboral, generar sentido de pertenencia, y motivar y aumentar el compromiso de los empleados. Otras ventajas se observan en asuntos de gobierno corporativo, en la medida en que las empresas al

* Para citar este capítulo: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.10>.

** Abogado del Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario. Especialista en legislación financiera, de la Universidad de los Andes. Tiene un Máster en Derecho (LL.MM.) de la Universidad de Ottawa. También tiene un Máster en Derecho (LL.MM.) de Boston University. Actualmente es socio en la firma Brigard & Urrutia.

verse obligadas a ser más estrictas en esta materia ganan credibilidad y aumentan su prestigio en el mercado. Igualmente, en los casos en que hay una calificación de la emisión, ello generalmente contribuye a la gestión y a la administración de la empresa respectiva. Las obligaciones de revelación de información también tienen un impacto sobre la gestión y el manejo de la empresa y contribuyen a la transparencia, a la eficiencia en el uso de recursos, evitan prácticas no sanas en relación con cierto tipo de operaciones jurídicas que si bien son legales pocas veces obedecen al beneficio de la empresa.

Este capítulo trata sobre los emisores de valores en general y ha sido estructurado de la siguiente manera: i) la primera sección establece algunos antecedentes y una introducción general al asunto; ii) la segunda sección establece el concepto general de emisor; iii) la tercera sección describe las clases de emisores en general, sus tipos y subtipos; iv) la cuarta sección trata sobre la supervisión y regulación de emisores, y v) la quinta sección contiene una descripción de los deberes generales de los emisores de valores.

2. CONCEPTO DE EMISOR

En general, un emisor de valores es una entidad o unidad económica que requiere financiamiento y acude al mercado de valores para obtenerlo.

Los emisores podrían clasificarse en cuatro grandes grupos: i) emisores públicos, que comprende al gobierno nacional, los gobiernos locales, instituciones y organismos gubernamentales y empresas públicas, entre otros; ii) emisores privados, comprende todo tipo de personas jurídicas de naturaleza privada que estén autorizados para emitir valores; iii) emisores entidades internacionales, comprende los organismos multilaterales de crédito, y (iv) otras entidades emisoras, dentro de las que se incluyen los patrimonios autónomos, carteras colectivas o fondos de inversión colectiva, fondos de capital privado o figuras similares. En el ámbito internacional, las titularizaciones han permitido que incluso individuos (personas naturales) se conviertan en emisores de forma indirecta, mediante la agrupación de sus obligaciones crediticias.

En Colombia, los emisores de valores son aquellos que tienen valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores¹ (“RNVE”), independientemente del tipo de valor, siempre que el mismo cumpla con

¹ Art. 1.1.1.1.1, de la Parte 1 del decr. 2555 de 2010.

las características del artículo 2º de la ley 964 de 2005 y se encuentre expresamente incluido en dicho artículo o haya sido reconocido por el gobierno nacional como valor, en acto posterior.

Desde la perspectiva colombiana, el principio básico es que cualquier entidad que tenga capacidad para emitir títulos de deuda puede hacerlo (excepto los patrimonios autónomos para emitir papeles comerciales), y tratándose de acciones, la sociedad debe ser constituida por acciones, específicamente una sociedad anónima. De manera más específica, conforme a lo dispuesto en el artículo 5.2.1.1.2 del decreto 2555 de 2010, pueden ser emisores de valores, los siguientes: sociedades anónimas, gobiernos extranjeros y entidades públicas extranjeras, organismos multilaterales de crédito, entidades extranjeras y sucursales de entidades extranjeras, y un grupo de otras entidades, según se describe a continuación.

La importancia de la calificación de emisor recae en las diversas consecuencias y circunstancias que se derivan de otorgar dicha calificación a una entidad y que surgen como respuesta a las obligaciones que deben cumplirse por entrar a formar parte de un mercado público y sensible a la información como lo son los mercados de capitales, en parte por ser causa directa de la afectación de la demanda y de la oferta de los valores y en consecuencia de su precio, entre muchos otros factores.

3. CLASES DE EMISORES

Nacional e internacionalmente los emisores pueden clasificarse en diversas categorías.

A) *Emisores públicos*

Los emisores públicos agrupan generalmente a las naciones, los gobiernos federales, gobiernos centrales, tesoro público o tesorería general, banco central, ministerios de Estado, instituciones, y empresas gubernamentales y entes territoriales, etc.

Los emisores públicos como las naciones o gobiernos emiten títulos como una forma para financiar el gasto público y sus actividades o proyectos. Por supuesto, las emisiones públicas son en general emisiones de títulos de deuda respaldados por los gobiernos. Estas emisiones se dan tanto en lo local como en lo internacional y multiplicidad de países han recurrido a este mecanismo. Cuando los bonos públicos son emitidos en el exterior, se denominan en la moneda propia del país

donde se emiten. Por ejemplo, a los bonos de los gobiernos que se emiten en Japón suelen llamarse *Samurai*, en Estados Unidos *Yankee*, en el mercado europeo *Eurobonds*, en el Reino Unido *Bull Dogs*, etc. En cuanto a la deuda local, los países también han emitido bonos en múltiples ocasiones. En Colombia, por ejemplo, los títulos de deuda doméstica, los títulos de tesorería TES, son los que representan mayor participación de valores transados en la Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, algunas empresas públicas han decidido emitir acciones públicamente, y en esa medida forman parte de esta categoría. Esta ha sido una tendencia mundial en los últimos años, en donde se ha ido generando una privatización de las distintas empresas públicas internacionales. En el ámbito nacional, la emisión de acciones por parte de empresas públicas en Colombia se encuentra sujeta a ciertas particularidades, pues mientras que las acciones pertenecientes a los ciudadanos o inversionistas particulares pueden transarse libremente y son de carácter negociable, las acciones pertenecientes al Estado quedan sujetas a lo previsto en la ley 226 de 1995 y, por consiguiente, no pueden ser enajenadas libremente, sino que, en caso de enajenación, debe darse cumplimiento al principio de democratización que establece el artículo 60 de la Constitución Política de Colombia, y a lo previsto en la ley 226 de 1995.

B) *Emisores privados*

Los emisores privados son compañías de carácter particular, categoría que por supuesto comprende a las entidades financieras privadas. Dependiendo de la jurisdicción e instrumento, los emisores privados incluyen sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, asociaciones y cooperativas.

C) *Organismos multilaterales de crédito*

En esta categoría se encuadra principalmente cualquier entidad que se entienda como internacional o supranacional. En general, son aquellas entidades con personalidad jurídica propia, creadas por varios Estados, en virtud de un tratado internacional constitutivo. Entre estas se encuentran los organismos multilaterales de crédito, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Corporación Financiera Internacional (IFC), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), el Banco Mundial, la Asociación Internacional de Fomento (AIF), el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (MIGA) y el Centro

Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIA-DI). También participan de esta categoría instituciones como el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) o la Corporación Andina de Fomento (CAF), entre otros.

Estos emisores tienen ciertas exenciones a las obligaciones comunes de todo emisor en los diferentes países, y se caracterizan por emitir títulos de contenido crediticio, principalmente bonos. En Colombia, por ejemplo, existen emisiones de bonos de la IFC, el Banco Mundial, la CAF y BCIE, entre otros.

D) *Entidades no personas jurídicas*

Entre este tipo de emisores se encuentran principalmente los patrimonios autónomos, los fondos mutuos, los fondos de inversión colectiva (denominados carteras colectivas antes de la expedición del decreto 1242 de 2013), los fondos de capital privado, y otros tipos de fondos de inversión.

En el ámbito internacional, el mayor tipo de estos emisores se concentra en los fondos mutuos, fondos de inversión colectiva, o en vehículos de titularización. Los fondos mutuos, fondos de inversión colectiva, consisten en vehículos de inversión colectiva que reciben aportes en dinero de varios inversionistas que se destinan a la inversión en valores como acciones, bonos u otros instrumentos del mercado monetario, similares a los fondos de inversión colectiva en Colombia. Por supuesto, existen fondos emisores de valores cuya política de inversión se concentra en instrumentos financieros derivados, fondos representativos de *commodities* o precios de *commodities*, fondos representativos de índices, o *hedge funds*, etc. Dentro de esta categoría de emisores también deben incluirse los fondos bursátiles, conocidos internacionalmente como *Exchange Traded Funds - ETFs*, que tienen como política el seguimiento o réplica de un índice en particular, sea de renta fija o de renta variable.

Por otro lado, las titularizaciones, que también deben incluirse dentro de esta categoría, consisten en la agrupación de distintos tipos de activos o deudas en un vehículo especial, o un patrimonio autónomo en Colombia, para posteriormente vender dichos activos mediante la emisión de títulos.

E) *Sub-tipos de emisores en Colombia*

Como ya se mencionó, en Colombia existen varios tipos de emisores, los cuales se analizan uno a uno a continuación.

a) *Sociedades anónimas*. En Colombia las sociedades anónimas pueden emitir valores representativos de su capital (acciones) y valores de deuda. Para poder inscribir las acciones en la bolsa de valores e inscribirlas en el RNVE la sociedad debe ser necesariamente una sociedad anónima.

Cuando las acciones de una sociedad se registran en la bolsa de valores, se suspende cualquier restricción a la libre negociabilidad de las acciones, particularmente, el derecho de preferencia en la negociación, y se modifica el régimen de quórum y mayorías decisorias².

b) *Gobiernos extranjeros y entidades públicas extranjeras*. Los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras son entidades sujetas a un régimen de derecho público en el extranjero como consecuencia del ejercicio de funciones públicas. Estas entidades pueden ofrecer públicamente valores en el mercado colombiano con sujeción a ciertas condiciones previstas en el artículo 6.10.1.1.1 y siguientes, del decreto 2555 de 2010.

En general, los valores que emitan estas entidades deben ser a la orden o nominativos y designarse en Colombia una institución con domicilio en el país que actúe como administrador de la emisión. Adicionalmente, es necesario que en el mercado de valores del país del emisor, los valores emitidos o garantizados por el gobierno colombiano o por entidades públicas colombianas puedan ser ofrecidos públicamente, y que el emisor tenga inscritos valores en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera, de manera previa a la realización de la oferta.

²En resumen, conforme al art. 68 de la ley 222 de 1995, la asamblea general de dichas sociedades debe deliberar con un número plural de socios que represente, por lo menos, la mitad más una de las acciones suscritas. Las decisiones se toman por mayoría de los votos presentes. Existen tres casos de mayorías especiales que subsisten para emisores: a) la distribución de utilidades por debajo del cincuenta por ciento de las utilidades líquidas o del saldo de las mismas, que requiere el voto favorable de por lo menos el setenta y ocho por ciento del capital social; b) la emisión y colocación de acciones ordinarias sin sujeción al derecho de preferencia, que requiere el voto favorable de por lo menos el setenta por ciento de las acciones presentes en la reunión, y c) el pago de dividendos en forma de acciones liberadas del emisor, que requiere el voto favorable del ochenta por ciento de las acciones representadas en la reunión. Asimismo, el art. 39 de la ley 964 de 2005 establece que las sociedades inscritas pueden adoptar en sus estatutos un sistema de votación distinto al de cuociente electoral, para elegir a los miembros de junta directiva, siempre y cuando con la aplicación de dicho sistema, los accionistas minoritarios aumenten el número de miembros de junta directiva que podrían elegir si aplicaran el sistema de cuociente electoral.

Este tipo de emisiones se sujetan además a un requisito de calificación. Así, el emisor, (en el caso de gobiernos extranjeros), o los valores (en el caso de entidades públicas extranjeras), deben estar calificados por una agencia calificadora de riesgo o valores internacionalmente reconocida a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia, o por una sociedad calificadora sometida a la inspección y vigilancia de dicha entidad.

Cuando se trata de acciones, se exige además que se informe a los inversionistas residentes en Colombia sobre los derechos societarios que tendrían, y la forma en que pueden ejercerlos, así como los derechos que tienen los inversionistas del país del emisor.

c) *Organismos multilaterales de crédito*. De acuerdo con el decreto 2555 de 2010, las entidades multilaterales de crédito pueden ofrecer públicamente valores en el mercado colombiano, siempre que se trate de un organismo creado en virtud de un tratado o acuerdo internacional del cual sea parte la República de Colombia y se trate de valores a la orden o nominativos que sean inscritos en la bolsa de valores. Además, se requiere que la entidad multilateral designe una institución con domicilio en Colombia que actúe como administrador de la emisión.

En cuanto a los requisitos de calificación, para que una entidad multilateral pueda emitir valores en Colombia, se exige también que esta haya obtenido, en el curso de los doce meses inmediatamente anteriores a la fecha de la oferta, una calificación que corresponda por lo menos a grado de inversión, de parte de una o más agencias calificadoras de riesgo o valores internacionalmente reconocidas a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia. Sin embargo, la emisión que se quiere ofrecer en Colombia no requiere de ninguna calificación.

d) *Entidades extranjeras y sucursales de entidades extranjeras*. El decreto 2555 de 2010 permite la oferta pública de valores emitidos por entidades extranjeras que no estén sometidas a un régimen de derecho público, siempre y cuando se cumpla con los siguientes requisitos: i) si se trata de valores de contenido crediticio estos deben ser a la orden o nominativos y susceptibles de ser ofrecidos públicamente en el país donde se encuentre el domicilio principal del emisor; ii) los valores deben estar inscritos en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas de manera previa a la realización de la oferta, salvo que se acrediten ciertos requisitos adicionales³, y iii) adicionalmente, la entidad

³ El art. 6.11.1.1.1 del decr. 2555 de 2010 hace referencia a los siguientes requisitos: i) que la entidad extranjera se encuentre domiciliada en una jurisdicción aceptable, a juicio

extranjera debe designar en Colombia una institución con domicilio en el país que actúe como administrador de la emisión.

En cuanto a los requisitos de calificación, los valores a ser ofrecidos en Colombia deben estar calificados por una o más agencias calificadoras de riesgo o valores internacionalmente reconocidas a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia, o por una sociedad calificadora sometida a la inspección y vigilancia de dicha entidad.

Al igual que en el caso de los gobiernos extranjeros o entidades públicas extranjeras, tratándose de acciones, se exige que se informe a los inversionistas residentes en Colombia sobre los derechos societarios que tendrían, y la forma en que pueden ejercerlos, así como los derechos que tienen los inversionistas del país del emisor.

De otro lado, las sucursales de entidades extranjeras que desarrollen actividades permanentes en Colombia también pueden actuar como emisores y realizar oferta pública de valores de contenido crediticio, siempre y cuando el período de operación de la sucursal en el país no sea inferior a 3 años y el plazo de los valores objeto de oferta pública no supere el plazo establecido para la duración de sus negocios en el país.

En caso que la sucursal se encuentre en etapa pre-operativa o tenga menos de 3 años de haber iniciado operaciones en el país, se permite que emita valores pero debe presentar a la Superintendencia Financiera de Colombia un estudio de factibilidad económica, financiera y

de la Superintendencia Financiera de Colombia; ii) que la matriz, filial o subsidiaria de la entidad extranjera cuente con domicilio en Colombia, desarrolle actividades económicas en el país y tenga valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores; iii) que la entidad domiciliada en Colombia cuente con un poder irrevocable otorgado por la entidad extranjera para que la represente en las actuaciones administrativas o judiciales que se deriven de la condición de emisor de valores en el mercado local; iv) copia del acta o del documento en el que se manifieste el sometimiento de la entidad extranjera a la legislación y competencia de las autoridades administrativas y judiciales colombianas, en lo que tiene que ver con el cumplimiento de todas las obligaciones legales reglamentarias que se deriven de su condición de emisor de valores en el mercado local; v) copia del acta o del documento en el que el órgano competente de la entidad domiciliada en Colombia manifieste su voluntad de responder solidariamente por todas las obligaciones legales y reglamentarias de la entidad extranjera, derivadas de la condición de emisor de valores de esta en el mercado local, y vi) un documento suscrito por todos los representantes legales miembros de la junta directiva o del órgano que haga sus veces de la entidad extranjera, en la cual manifiesten su sometimiento a la legislación y a la competencia de las autoridades administrativas y judiciales colombianas, en lo que tiene que ver con el cumplimiento de las obligaciones legales y reglamentarias de la entidad extranjera, derivadas de la condición de emisor de valores de esta en el mercado local.

de mercado. En el evento que la emisión cuente con el respaldo de la entidad extranjera, demostrar que esta tiene inscritos valores, en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera.

Asimismo, el prospecto de información y la demás documentación soporte de la emisión debe precisar si esta cuenta con el respaldo de una entidad extranjera, caso en el cual indicará al menos la siguiente información: i) el alcance de la obligación de la entidad extranjera, específicamente si la emisión de la sucursal se respalda total o parcialmente y si la obligación que la entidad extranjera está asumiendo es solidaria o subsidiaria; ii) el orden de prelación de los tenedores de los valores emitidos por la sucursal para el pago, para el caso en que se adelante un proceso concursal universal contra la entidad extranjera, y iii) la ley y jurisdicción aplicable a la obligación de la entidad extranjera.

Las sucursales están sometidas a las obligaciones de actualización del RNVE previstas para las entidades colombianas. En caso que la emisión cuente con la garantía de la entidad extranjera, esta debe cumplir, por medio de la sucursal, con los deberes de información eventual previstos en el decreto 2555 de 2010, para todos los emisores, y con los deberes de información periódica previstos para las entidades extranjeras.

e) *Patrimonios autónomos, fondos de inversión colectiva⁴, y fondos de capital privado.* El decreto 2555 de 2010 prevé reglas particulares sobre los valores que pueden emitir los patrimonios autónomos fiduciarios en ejercicio de sus actividades, los cuales generalmente están autorizados para emitir valores de contenido crediticio, de participación o mixtos (en particular, es el caso de los patrimonios autónomos integrados con el objeto de titularizar activos crediticios, inmobiliarios o productos agropecuarios y agroindustriales).

A partir de la expedición del decreto 2175 de 2007 (hoy incorporado en el decreto 2555 de 2010), se reguló en Colombia la figura de las carteras colectivas (antes, fondos comunes ordinarios, fondos de valores y fondos de inversión) y la de los fondos de capital privado. Posteriormente, a partir de la expedición del decreto 4805 de 2010 se regularon los fondos bursátiles (antes denominados carteras colectivas bursátiles). Las anteriores normas fueron modificadas por el decreto 1242 de 2013, incorporado en el título 1, Libro 1 de la Parte 3, del decreto 2555 de

⁴ Nota del editor: la parte 1 del tomo IV de esta obra colectiva se destina al estudio más detallado de los vehículos de inversión colectiva y sus entidades administradoras.

2010, donde se establece el régimen aplicable a los fondos de inversión colectiva, estableciendo los tipos de títulos que están autorizados para emitir tales fondos, los cuales dependen de la clase de fondo de inversión colectiva de que se trate (abierto, cerrado o de carácter especial).

En esa medida, tanto los fondos de inversión colectiva cerrados, como los fondos de capital privado y los fondos bursátiles son emisores de valores en la medida en que, conforme al artículo 3.1.1.6.4 del decreto 2555 de 2010, las participaciones emitidas por los fondos de inversión colectiva cerrados (lo cual incluye a los fondos de capital privado) se entienden valores en los términos del artículo 2º de la ley 964 de 2005. Asimismo, por disposición del artículo 5.2.2.1.3 del mencionado decreto, cuando su reglamento así lo disponga, las participaciones de los fondos de inversión colectiva cerrados y los fondos bursátiles se entienden inscritas en el RNVE, así como autorizada su oferta pública, una vez la Superintendencia Financiera de Colombia autorice su constitución y el reglamento respectivo. Cuando su reglamento así lo disponga, los documentos representativos de participaciones de los fondos de capital privado se entenderán inscritos en el RNVE y su oferta pública autorizada una vez se remita a la Superintendencia Financiera de Colombia la documentación relativa a su constitución.

Por consiguiente, todos estos vehículos deben cumplir con las obligaciones de los emisores de valores. Sin embargo, por tratarse de instrumentos recientes, en Colombia aún no se ha desarrollado a fondo la forma en que deben cumplir con dichas obligaciones. De hecho, el artículo 5.2.4.1.5 del decreto 2555 de 2010 sobre información relevante, establece en su párrafo 6 que, para el caso de los fondos de inversión colectiva (antes denominados “carteras colectivas”) debe tenerse en cuenta la naturaleza jurídica de los mismos, a efectos de evaluar la obligación de revelar la información relevante, análisis que aún debe ser desarrollado en el mercado colombiano.

Aunque estos valores pueden estar inscritos en una bolsa de valores, tampoco ha sido una práctica habitual en Colombia que se lleve a cabo dicha inscripción, salvo para los fondos bursátiles (por ser de la esencia de este tipo de fondo).

f) *Universalidades de la ley 546 de 1999.* La ley 546 de 1999 autorizó a los establecimientos de crédito y las entidades mencionadas en el párrafo del artículo 1º de dicha ley (las entidades del sector solidario, las asociaciones mutuales de ahorro y crédito, los fondos de empleados y el Fondo Nacional del Ahorro) para que emitan valores representativos de sus créditos otorgados para financiar la construcción

y la adquisición de vivienda, que comprende sus garantías o títulos representativos de derechos sobre los mismos y sobre las garantías que los respalden, cuando tengan como propósito enajenarlos en el mercado de capitales.

De acuerdo con la ley 546 de 1999, estos créditos subyacentes y las garantías que los aseguren constituyen una universalidad, respecto a la cual se prohíbe a los tenedores de los valores solicitar su división.

En este sentido, las universalidades de la ley 546 de 1999 están excluidas del patrimonio de la entidad originadora de los respectivos créditos y cuentan con un respaldo especial, consistente en que no solo dicha universalidad está garantizada con las garantías que han sido constituidas para respaldar los respectivos créditos, sino que, adicionalmente, los inversionistas cuentan con derechos específicos sobre el conjunto de activos que constituyen la universalidad. El funcionamiento de la emisión de valores representativos de las universalidades de la ley 546 de 1999 encuadra dentro del funcionamiento general de una titularización.

g) *Otros emisores.* Dentro de este grupo están las sociedades de responsabilidad limitada, las entidades cooperativas y las entidades sin ánimo de lucro cuyo régimen legal las autoriza para la emisión de valores.

a') *Sociedades de responsabilidad limitada.* Las sociedades de responsabilidad limitada son aquellas en las cuales los socios únicamente son responsables por las obligaciones sociales hasta el monto de sus aportes y en donde el capital social se encuentra distribuido en cuotas de igual valor, las cuales no tienen la calidad de títulos negociables y, por lo tanto, son objeto de transferencia mediante cesión.

Las sociedades de responsabilidad limitada pueden emitir valores de deuda. No obstante, como el capital social no está representado en títulos de naturaleza negociable, estas sociedades no pueden emitir sus cuotas para ser negociadas en el mercado de valores.

b') *Entidades cooperativas.* Las cooperativas son definidas por la ley 79 de 1988, según la cual “es cooperativa la empresa asociativa sin ánimo de lucro en la cual los trabajadores o los usuarios, según el caso, son simultáneamente los aportantes y los gestores de la empresa, creada con el objeto de producir o distribuir conjunta y eficientemente bienes o servicios para satisfacer las necesidades de sus asociados y de la comunidad en general”.

Estas entidades pueden ser de los siguientes tipos: i) especializadas, que son las que se organizan para atender una necesidad específica,

correspondiente a una sola rama de actividad económica, social o cultural, como por ejemplo las cooperativas de ahorro y crédito, cuyo fin es únicamente captar ahorro de sus asociados para luego colocarlos a través de créditos; (ii) integrales, que son las que realizan dos o más actividades conexas y complementarias de producción, distribución, consumo y prestación de servicios, y (iii) multiactivas, que son las que se organizan para atender necesidades diversas mediante concurrencia de servicios en una sola entidad jurídica. Los servicios deben ser organizados en secciones independientes, de acuerdo con las características de cada tipo especializado de cooperativa.

De manera similar a lo mencionado respecto a las sociedades de responsabilidad limitada, dado que las cooperativas no poseen una división de su capital social en títulos de naturaleza negociable, como en el caso de las acciones (y, más aún, no son entes societarios), no es viable que dichas entidades emitan valores de participación sobre su capital, pero sí valores de deuda.

c') *Entidades sin ánimo de lucro*. Las entidades sin ánimo de lucro comprenden las fundaciones y las corporaciones. Estos tipos de entidades se distinguen entre sí en que la corporación está formada por un conjunto de individuos que tiene por objeto el ejercicio de determinadas actividades a favor de dichos individuos, sin que persiga fines de lucro, de tal forma que su sustrato es de carácter personal. Por su parte, la fundación es un establecimiento o conjunto de bienes que persigue un fin especial de beneficencia y que se reviste de personería jurídica, de manera tal que el sustrato de dicha persona es de carácter patrimonial.

Al igual que lo mencionado con relación a las sociedades de responsabilidad limitada y las cooperativas, dado que en las corporaciones y fundaciones no se presentan títulos de naturaleza negociable representativos del capital, no es viable la emisión por tales entidades de valores de participación sobre el mismo.

d') *Entidades públicas facultadas para emitir valores de deuda pública*. En Colombia existen varias entidades legalmente facultadas para emitir valores de deuda pública. Estos emisores, por su naturaleza de emisores públicos, para efectos de llevar a cabo la inscripción de valores de deuda pública en el RNVE, se encuentran sujetos a varios requisitos especiales contenidos en el decreto 1068 de 2015, en el que se incluyen las disposiciones antes contenidas en el decreto 2681 de 1993.

En primera instancia está la Nación. La emisión y colocación de valores de deuda pública emitidos por la Nación requieren autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, concepto favorable del

Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONPES) y concepto de la Comisión de Crédito Público, si se trata de valores de deuda pública externa con plazo superior a un año.

Las entidades descentralizadas del orden nacional también se encuentran facultadas para emitir valores de deuda pública. Sin embargo, su emisión y colocación requiere autorización para iniciar gestiones impartida por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (la cual puede otorgarse una vez se cuente con el concepto favorable del Departamento Nacional de Planeación) y autorización de la emisión y colocación impartida mediante resolución del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en la cual se determine la oportunidad, características y condiciones de la colocación.

Por su parte, las entidades territoriales y sus descentralizadas, que también se encuentran facultadas para el efecto, se sujetan a los mismos requisitos para la emisión y colocación de esta clase de valores por parte de entidades descentralizadas del orden nacional.

4. SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN DE EMISORES

A) *Marco regulatorio internacional*

a) *Estados Unidos*. De manera general, en Estados Unidos, las principales normas que gobiernan la emisión, registro y negociación de valores son la Ley de Valores de 1933 o *US Securities Act of 1933* y la Ley de Negociación de Valores de 1934 o *US Securities Exchange Act of 1934*. La Ley de Valores de 1933 establece las normas que regulan la oferta y venta de valores en Estados Unidos, mientras que la Ley de Negociación de Valores de 1934 establece las normas que regulan la negociación de valores en bolsas de valores nacionales en Estados Unidos tales como la Bolsa de Nueva York o el mercado NASDAQ, así como las obligaciones de revelación de información y las ofertas públicas de intercambio.

La entidad encargada de la supervisión en Estados Unidos es la Comisión de Valores de los Estados Unidos (*US Securities and Exchange Commission* o *SEC*), cuya función principal es proteger a los inversionistas y mantener la integridad de los mercados de valores. Con base en el principio general de revelación de información, la SEC exige a las sociedades que tienen valores inscritos, es decir a los emisores, revelar al público toda la información financiera, de ahí, la obligación de registro. La SEC supervisa también otros participantes de los mercados de

valores como las bolsas de valores, los corredores, los asesores de inversiones, fondos mutuos y los consorcios controladores de empresas de servicio público.

La facultad de la SEC de exigir la revelación de determinada información a los emisores se fundamenta en diferentes leyes, entre estas las secciones 19 y 20 de la ley de valores de 1933, y la sección 21 de la Ley de Negociación de Valores de 1934.

Entre las facultades de la SEC, está por supuesto la facultad de sancionar cualquier comportamiento inadecuado, tales como uso de información privilegiada, manipulación de precios, fraudes contables y divulgación de información falsa y engañosa, entre otras. Igualmente, la SEC tiene facultades para interpretar las leyes que gobiernan el mercado de valores, por lo cual expide de manera regular guías de interpretación de las normas de valores que responden a preguntas con respecto a la aplicación e interpretación de la regulación de valores. Además, la SEC tiene facultades regulatorias, que le permiten emitir regulaciones y coordinar la emisión e implementación de políticas en el ámbito federal y estatal, así como autoridades extranjeras. Con fundamento en ello, la SEC ha expedido una serie de reglamentos y regulaciones en desarrollo de las normas antes mencionadas, las cuales tienen fuerza de ley.

Así las cosas, podemos definir las funciones de la SEC frente a los emisores como una función de supervisión y una función sancionatoria.

b) *España*. En España, la supervisión del mercado de valores le corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), creada mediante la ley 24 de 1988, del Mercado de Valores. España tiene un sistema de reguladores duales, pues la supervisión del sistema bancario está a cargo de otra entidad: el Banco de España.

El objetivo principal de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores, la protección a los inversionistas y la correcta formación de precios. Al igual que en otras jurisdicciones, con fundamento en la obligación de registro que recae sobre los emisores, la CNMV lleva un registro oficial de carácter público en el que se puede encontrar la información pertinente de los intervinientes en los mercados. Debe tenerse presente que las facultades de supervisión se extienden, no solo sobre los emisores, sino que cubre igualmente a las empresas que prestan servicios de inversión y a las instituciones de inversión colectiva, sobre las cuales ejerce una supervisión prudencial, que tiende por garantizar la seguridad de las operaciones que lleven a cabo y la solvencia de dichas entidades y del sistema en general.

En el caso español, el mercado primario de valores está integrado por: i) las emisiones nuevas de valores de renta fija o variable, y ii) las ofertas públicas de venta de valores ya en circulación. En ambos casos la oferta debe tener como finalidad la captación o movilización de recursos de personas residentes en España.

Para efectos de las funciones de la CNMV frente a los emisores del mercado primario, la ley española establece que la CNMV debe poner a disposición de los potenciales inversionistas la información necesaria y suficiente sobre el emisor y sobre los valores ofrecidos. Por lo tanto es obligatorio registrar la oferta ante la CNMV, para lo cual el emisor debe allegar los documentos necesarios para dicho registro.

Al igual que otras entidades supervisoras, la CNMV tiene potestad sancionatoria en relación con las infracciones al mercado de valores, así como facultades para autorizar la emisión y oferta pública de valores o instrumentos financieros. En cuanto a las funciones regulatorias, el reglamento de la CNMV dispone que dicho organismo tiene la facultad de asesorar al gobierno, al Ministerio de Economía y Hacienda y a otros organismos de similar naturaleza en cualesquiera materias relacionadas con el mercado de valores. También tiene la facultad de expedir regulaciones que desarrollen las normas contenidas en los reales decretos aprobados por el gobierno o en las órdenes del Ministerio de Economía y Hacienda, así como dictar circulares.

c) *Unión Europea*. Aunque cada uno de los países miembros de la Unión Europea tiene su propio organismo regulador y supervisor del mercado de valores, existe un organismo supranacional, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (*European Securities and Markets Authority - ESMA*), que reemplazó al antiguo Comité Europeo de Valores (CESR) el 1º de enero de 2011.

La estructura de supervisión que existe en la Unión Europea se integra además de la ESMA, por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (*European Systemic Risk Board - ESRB*), la Autoridad Bancaria Europea (*European Banking Authority - EBA*), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (*European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA*) y las autoridades competentes de supervisión de cada uno de los países miembro.

En lo que se relaciona con el mercado de valores, la ESMA tiene competencias en relación con las instituciones de inversión colectiva, el gobierno corporativo y la información financiera, entre otros.

d) *México*. En México existían dos organismos supervisores de los mercados financieros y de valores en forma independiente. Así, hasta

el año 1995, existía la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Valores. Ambas entidades se fusionaron ese año, creando la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para responder a la realidad de un sistema de banca integral.

El objetivo principal de la CNBV consiste en propender un mercado desarrollado, sano y equilibrado, tanto de los mercados de valores como del sistema financiero en general. Tiene facultades de supervisión sobre las entidades financieras y sobre los participantes del mercado bursátil. Con fundamento en ello, la CNBV tiene facultades para establecer los criterios de aplicación general conforme a los cuales se precise si una oferta es pública y debe resolver sobre las consultas que al respecto se le formulen, así como aquellos criterios de aplicación general en el sector financiero acerca de los actos y operaciones que se consideren contrarios al mercado. Debe también establecer, mediante disposiciones de carácter general, las características a que se debe sujetar la emisión y operación de los valores y documentos sujetos al régimen de la ley de valores, con el objetivo de procurar seguridad y transparencia a las operaciones. Puede también dictar las políticas o medidas que resulten necesarias para que los participantes de los mercados ajusten sus conductas a la legislación aplicable y a las sanas prácticas. En materia de supervisión, la CNBV tiene la facultad de supervisar las autoridades o demás personas que ejecuten operaciones o desarrollen actividades relacionadas con el mercado de valores o el sistema financiero. También se desempeña como órgano de consulta del gobierno federal en materia financiera, y debe responder y atender las reclamaciones que se presenten y actuar como conciliador y árbitro conforme a la legislación aplicable.

e) *Chile*. En Chile, la entidad encargada de la supervisión es la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)⁵, la cual tiene dentro de sus objetivos principales velar por la transparencia y buen funcionamiento de los mercados de valores de seguros. Al igual que las otras entidades supervisoras en diversos países, es pilar esencial de la función de supervisión la difusión oportuna y amplia de información relevante, de la cual lleva registro. La SVS tiene la función de velar por el debido cumplimiento de las normas y regulaciones aplicables por parte

⁵ Nota del editor: encontrándose en proceso de edición la presente obra, se expidió la ley 21.000 de 23 de febrero de 2017, que crea la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) en reemplazo de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), modificando así la estructura de supervisión del mercado financiero en Chile. La CMF debe entrar en funcionamiento dentro de los dieciocho meses siguientes a la publicación de esta ley.

de los participantes en el mercado tanto de valores como de seguros, ejerciendo supervisión principalmente sobre las sociedades anónimas, compañías de seguros, bolsas de valores e intermediarios, fondos mutuos y sus administradoras, así como otras entidades que forman parte de dichos mercados, como las clasificadoras de riesgo y fondos de inversión.

La SVS tiene varias funciones, entre ellas, tiene función sancionatoria, conforme a la cual le corresponde el control y vigilancia del cumplimiento de las normas y reglamentaciones de carácter administrativo. También, ejercer una función regulatoria o normativa, según la cual le corresponde dictar las normas o las instrucciones que son propias del mercado y sus participantes. Por otra parte, la SVS ejerce una función sancionatoria, conforme a la cual tiene la facultad de imponer las sanciones a las que haya lugar cuando quiera que se presente un incumplimiento o violación del marco regulatorio del mercado, así como la facultad de llevar a cabo investigaciones. Finalmente, la SVS tiene una función de desarrollo y promoción, por ser encargada de promover diversas iniciativas para el desarrollo, crecimiento y profundización del mercado, mediante la elaboración y colaboración en relación con nuevos productos e instrumentos financieros.

f) *Perú*. En Perú, la autoridad encargada de la supervisión de los emisores es la Comisión Nacional de Supervisión de Empresas y Valores (Conasev). El objetivo principal de esta entidad consiste en promover y velar por la eficiencia del mercado de valores peruano y del sistema de fondos colectivos, mediante el ejercicio de funciones regulatorias, la supervisión del mercado y sus participantes, la divulgación de información, etc.

La Conasev tiene diferentes funciones, que incluye la de estudiar, promover y reglamentar el mercado de valores, controlando a las personas naturales y jurídicas que participan en el mismo, velar por la transparencia y la correcta formación de precios, promover el adecuado manejo de las empresas, reglamentar y controlar las actividades de las empresas administradoras de fondos colectivos, resolver consultas e investigar las denuncias o reclamaciones que formulen accionistas, inversionistas u otros interesados, llevar el Registro Público de Valores e intermediarios, supervisar el cumplimiento de la Ley General de Sociedades por las sociedades anónimas abiertas, regular y controlar a los fondos mutuos, dictar normas en materia de contabilidad en relación con las entidades supervisadas, ejercer potestad sancionatoria e imponer las medidas respectivas en caso de presentarse infracciones, etc.

Debe tenerse en cuenta que en Perú, las empresas bancarias, financieras y de seguros, aunque se encuentran sometidas a la supervisión de la Conasev en los aspectos que tienen que ver con el mercado de valores, están sujetas a la supervisión de la Superintendencia de Banca Seguros y AFP (SBS) de Perú. La SBS es el organismo encargado de la regulación y supervisión del sistema financiero y de seguros, así como del sistema privado de pensiones. En esa medida, en Perú aún existe la dualidad y superposición de funciones entre entidades supervisoras, que se presentaba por ejemplo, en Colombia, antes de la fusión de la antigua Superintendencia Bancaria con la Superintendencia de Valores. Sin perjuicio de ello, en los últimos años Perú ha venido analizando la posibilidad de fusionar ambas entidades, de manera que la Conasev quede incorporada en la SBS. No obstante, el proceso fue suspendido en 2010 y aún subsisten ambas entidades en forma independiente.

Debe mencionarse, además, que con la integración de los mercados que se dio recientemente entre Chile, Perú y Colombia, el Mercado Integrado Latinoamericano “MILA”, se ha pensado en la creación de un Comité de Supervisión integrado por representantes de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, la Conasev de Perú y la Superintendencia Financiera de Colombia, que permita agilizar y facilitar la coordinación para la supervisión del MILA.

B) Marco regulatorio colombiano

En Colombia, la supervisión del mercado de valores se encontraba antes del año 2005 a cargo de la Superintendencia de Valores, y existía otra entidad encargada de la supervisión del sistema financiero, esto es, la Superintendencia Bancaria de Colombia. En el año 2005, mediante el decreto 4327 de 2005 se fusionó la entonces Superintendencia Bancaria de Colombia en la antigua Superintendencia de Valores, convirtiéndose en lo que es hoy en día la Superintendencia Financiera de Colombia.

La Superintendencia Financiera de Colombia ejerce la inspección, vigilancia y control sobre los agentes que participan en el mercado de valores. En términos generales, la inspección y vigilancia recae sobre todos los participantes del mercado que no tienen la calidad de emisores, en tanto que el control recae sobre los emisores de valores.

La inspección y vigilancia consiste en la fiscalización permanente que ejerce la Superintendencia Financiera sobre el régimen institucional o relativo a la formación, extinción, obligaciones y derechos de las entidades inspeccionadas y vigiladas, así como sobre su régimen objetivo o relativo a las operaciones que realizan.

a) *Facultades de supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia.* Los artículos 72 y 73 del referido decreto 4327 de 2005 (hoy en día contenidos en los arts. 11.2.1.6.1 y 11.2.1.6.2 del decr. 2555 de 2010), determinan qué entidades se encuentran sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, y qué entidades se encuentran bajo el control de esta. A diferencia de la noción general de control, en el caso de las entidades sometidas a control de la Superintendencia Financiera de Colombia no se trata de entidades sujetas a un control más estricto que la vigilancia, pues de hecho, las entidades vigiladas tienen un mayor grado de supervisión. Por el contrario, en este caso, las entidades que se encuentran sometidas a control son los emisores de valores.

Así, el artículo 11.2.1.6.1 del decreto 2555 de 2010 señala que corresponde a la Superintendencia Financiera de Colombia, ejercer la inspección y vigilancia de las entidades previstas en el numeral 2 del artículo 325 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y las entidades y actividades previstas en el numeral 1 del párrafo 3° del artículo 75 de la ley 964 de 2005. En términos generales, las entidades financieras (bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento, cooperativas financieras, sociedades fiduciarias, sociedades de capitalización, entidades aseguradoras y reaseguradoras, administradoras de fondos de pensiones y fondos de cesantía, sociedades comisionistas de bolsa, entre otras). En punto a las “entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente”, se incluyen igualmente las entidades que se encontraban bajo la inspección y vigilancia de la otrora Superintendencia de Valores (las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales y sus miembros, las bolsas de futuros y opciones y sus miembros, las sociedades que realicen la compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros; las sociedades comisionistas de bolsa, los comisionistas independientes de valores, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores, las sociedades calificadoras de valores, las sociedades titularizadoras, entre otras).

Sin perjuicio de lo anterior, el gobierno nacional tiene la facultad de someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia a los intermediarios de valores que se anuncien al público como prestadores de servicios en el mercado de valores y los ofrezcan al público, así como a las personas que realicen las actividades del mercado de valores.

Por su parte, el artículo 11.2.1.6.2 del decreto 2555 de 2010, establece que las entidades que tengan valores inscritos en el RNVE se encuentran sujetas a su control.

b) *Control exclusivo y control concurrente*. Si bien las facultades de control de la Superintendencia Financiera son sobre todos los emisores de valores, el mismo artículo 11.2.1.6.2 del decreto 2555 de 2010 establece que dicha entidad ejercerá control exclusivo respecto de los emisores de valores, excepto cuando se trate de emisores que, por virtud del interés público involucrado en el servicio que presten o en la actividad económica que desarrollen, se encuentren sometidos por ley a la inspección o vigilancia de otra entidad del Estado, caso en el cual existe control concurrente y la función de control de la Superintendencia Financiera de Colombia se orientará a verificar que ajusten sus operaciones a las normas que regulan el mercado de valores y a velar por la oportunidad y suficiencia de la información que dichos emisores deben suministrar al mercado de valores, para lo cual podrá imponer las sanciones a que haya lugar.

A continuación se describen los emisores sobre los cuales la Superintendencia Financiera de Colombia ejerce un control concurrente:

Tabla 1. Emisores sujetos a control concurrente

| Entidad sometida a control | Autoridad que controla concurrentemente |
|--|--|
| Cooperativas | Superintendencia de Economía Solidaria |
| Entidades prestadoras de servicios públicos domiciliarios | Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios |
| Empresas Promotoras de Salud (EPSs) e Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud (IPSs) | Superintendencia Nacional de Salud |
| Entidades vigiladas por la Superintendencia de Seguridad Privada | Superintendencia de Vigilancia y Seguridad Privada |

Fuente: elaboración propia del autor.

No existe una definición legal respecto de las funciones de inspección, vigilancia y control para la Superintendencia Financiera de Colombia, como si se han establecido por ejemplo respecto de la Superintendencia de Sociedades. Sin embargo, la Superintendencia Financiera ha conceptualizado que sí existe una diferencia entre ellas. Así lo ha expresado: “Sobre las entidades sometidas a inspección y vigilancia, supervisa aspectos relativos al *ser* y al *hacer* de las respectivas instituciones, esto

es, lo relacionado con su constitución, funcionamiento y el desarrollo de las actividades que les han sido autorizadas.

”No ocurre lo mismo respecto de las entidades controladas, sobre las cuales es preciso distinguir las que están sometidas a control concurrente y las que están sometidas a control exclusivo. Las primeras, esto es, las entidades sometidas a control concurrente, son emisores de valores que por la actividad económica que desarrollan se encuentran bajo la inspección y vigilancia de otra autoridad del Estado, motivo por el cual la función de control de este organismo se reduce a verificar que ajusten sus operaciones a las normas que regulan el mercado de valores y a velar por la oportunidad y suficiencia de la información que dichos emisores deben suministrar al mercado de valores. Por su parte, las entidades sometidas a control exclusivo son aquellos emisores de valores que no están bajo la inspección y vigilancia de otra autoridad del Estado y no se encuentran vigilados por este Organismo. Desde esta perspectiva, valga señalar que la función de control de esta Superintendencia sobre dichas entidades recae sobre el ejercicio de la actividad de emisión y sobre aquellos aspectos o circunstancias que pueden repercutir o afectar el desarrollo de dicha actividad”⁶.

Las facultades de control exclusivo que se le otorgan a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre los emisores sometidos a este tipo de control, se especifican en el artículo 11.2.1.4.51 del decreto 2555 de 2010, literal b). Estas funciones le permiten a la Superintendencia Financiera exigir información a los emisores, como los estados financieros antes de ser considerados por el órgano corporativo que corresponda, pudiendo formular observaciones y ordenar correcciones a los mismos. Como entre sus funciones debe velar por el cumplimiento de las normas contables, esta entidad tiene la facultad de ordenar a los emisores cualquier rectificación en relación con los estados financieros, así como la constitución de provisiones o reservas. Asimismo, otras formas previstas en el mencionado artículo para ejercer control sobre los emisores son la de decretar la disolución de la sociedad en los casos previstos en el Código de Comercio, aprobar los avalúos de los aportes en especie que reciban los emisores de valores, autorizar los reglamentos de suscripción de acciones que se vayan a colocar mediante oferta privada, decidir sobre la improcedencia del ejercicio del derecho de retiro cuando establezca que el reembolso afecte sustancialmente la prenda común de los acreedores, entre otras.

⁶ Superintendencia Financiera de Colombia, concepto 2007001419-001, de 6 de febrero de 2007.

De igual manera, entre las facultades de la Superintendencia Financiera en materia de control exclusivo, hay varias que consisten en procesos de autorización, cuyo trámite se encuentra regulado en la parte 3, título 1 del capítulo iv de la circular externa 29 de 2014 expedida por esa Superintendencia (circular básica jurídica), contenidas antes en la circular externa 005 de 2005 expedida por la exinta Superintendencia de Valores. En términos generales, estas facultades envuelven, entre otras, las siguientes i) autorizar los reglamentos de suscripción de acciones; ii) autorizar la solemnización de los siguientes actos societarios: los relativos a la reorganización de la sociedad, que comprende procesos tales como la fusión, la escisión y la segregación o escisión impropia; la transformación; la conversión de acciones; la disolución anticipada y la reducción del capital social cuando implique reembolso efectivo de aportes; iii) aprobar el avalúo de aportes en especie; iv) promover, de oficio o a solicitud de parte, los acuerdos de reestructuración, así como las autorizaciones que de conformidad con la ley resulten de su competencia, y v) aprobar los cálculos actuariales de las reservas para pensiones de jubilación, los bonos y títulos pensionales.

La parte 3, título 1 del capítulo iv de la circular básica jurídica determina los requisitos que deben cumplir los emisores de valores sometidos a control exclusivo por la Superintendencia Financiera de Colombia para poder llevar a cabo las reorganizaciones empresariales ya mencionadas. Para tal fin, dichos emisores deben presentar una solicitud de autorización escrita ante la Superintendencia Financiera de Colombia. Dicha solicitud debe estar acompañada de una documentación general, y dependiendo de la operación de reorganización en particular se establecen requisitos específicos distintos.

c) *Régimen sancionatorio aplicable*⁷. El régimen sancionatorio de los emisores está contenido principalmente en la ley 964 de 2005. Conforme a esta, la Superintendencia Financiera tiene la facultad de imponer, a quienes violen las normas que regulen el mercado de valores, las sanciones que allí se establecen, siempre que la conducta constituya una infracción al régimen, conforme se explica a continuación. La Superintendencia Financiera puede sancionar a cualquier persona que infrinja el régimen, y no exclusivamente a los emisores. Sin embargo, por ser tema del presente capítulo, se hace referencia exclusivamente al régimen aplicable a los emisores.

⁷ Nota del Editor: el capítulo ii de la parte v, del tomo iv de esta obra colectiva, se dedica al estudio detallado del régimen disciplinario aplicable en relación con los agentes y las actividades del mercado de valores.

Conforme al artículo 50 de la ley 964 de 2005, existen varias conductas tipificadas como infracciones al régimen, y entre las que resultan aplicables a los emisores, cabe mencionar las siguientes: i) realizar oferta pública sin autorización; ii) omitir el deber de información que les compete o realizar declaraciones o divulgar información falsa, engañosa, inexacta o incompleta; iii) ejercer actividades sin contar con registro cuando este sea necesario; iv) remitir información contable que no sea llevada conforme a las normas aplicables o que contenga vicios o errores; v) incumplir las normas de información privilegiada; vi) incumplir las disposiciones sobre conflictos de interés o los deberes y obligaciones frente al mercado, los accionistas o inversionistas; vii) incumplir las normas sobre autorregulación, lavado de activos, miembros independientes de la junta directiva, oficial de cumplimiento, comité de auditoría, contralor normativo o, en general, cualquier norma del mercado de valores, y viii) realizar o participar de cualquier forma con transacciones u otros actos que tengan como objetivo o efecto afectar la libre formación de precios; manipular la liquidez; aparentar ofertas o demandas; disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda, u obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas de valores.

Ahora bien, la facultad sancionatoria de la Superintendencia Financiera se ejerce conforme a cuatro principios básicos que establece la ley. El primero, el de proporcionalidad establece que cualquier sanción que se imponga debe ser proporcional a la infracción; por su parte, el principio disuasorio, debe evitar que se vulnere la norma que dio origen a la sanción. El tercer principio es el de la revelación dirigida, de acuerdo con el cual, la Superintendencia Financiera tiene la facultad de determinar el momento en que revela al público la sanción, y el cuarto principio, el principio de contradicción, que, en concordancia con el derecho de defensa, establece que la Superintendencia Financiera debe tener en cuenta los descargos y la contradicción de las pruebas en cualquier proceso administrativo.

Adicionalmente, la ley 964 de 2005 establece ciertos criterios que se tienen en cuenta al graduar la pena. Entre estos, se encuentra por ejemplo: i) la reiteración o reincidencia; ii) la obstrucción frente a cualquier investigación de la Superintendencia Financiera; iii) la renuencia o desacato; iv) la utilización de medios fraudulentos o de interpuesta persona, ocultamiento o encubrimiento de sus efectos; v) si se derivó lucro propio de la infracción; vi) la dimensión del daño o peligro; vii) la aceptación de cargos, etc.

Ahora bien, las sanciones que pueden imponerse se encuentran descritas en el artículo 53 de la ley 964 de 2005, y consisten en: i) amonestación; ii) multa a favor del Tesoro Nacional conforme a los límites fijados en la ley; iii) suspensión o inhabilitación hasta por cinco años para realizar funciones de administración, dirección o control de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera; iv) remoción del cargo, y v) suspensión o cancelación de la inscripción en cualquiera de los registros que componen el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores-SIMEV. En caso de cancelación, esta es de uno a veinte años.

Las sanciones pueden aplicarse simultáneamente y deben ser inscritas en el respectivo registro a partir del momento de su ejecutoria. Este registro de la sanción se mantiene por un término de veinte años.

5. DEBERES DE LOS EMISORES

A) *Deber de registro*

a) *Marco regulatorio internacional.* Se hace una breve exposición de los regímenes más importantes:

a') *Estados Unidos.* Según se mencionó en la sección 4 anterior, el registro de valores es un concepto central en las normas federales de valores de Estados Unidos. La Ley de Valores de 1933 exige el registro ante la SEC de cualquier operación que involucre la oferta o venta de valores, a menos que la oferta o venta de dicho valor se encuentre exenta de cumplir con las obligaciones de registro, como, por ejemplo, las ofertas privadas, bajo la Regla 144A, según la cual, las ofertas dirigidas a inversionistas calificados o institucionales (*QIBS* o *Qualified Institutional Buyers*) quedan exentas de registro siempre que cumplan con determinadas características.

Las operaciones registradas requieren de la presentación ante la SEC de una “declaración de registro” y del cumplimiento de ciertas obligaciones de revelación de información y de presentación de estados financieros. De igual forma, las operaciones registradas activan obligaciones de cumplimiento con la Ley Sarbanes Oxley de 2002 (*US Sarbanes Oxley Act of 2002*) y sujetan al emisor al régimen de responsabilidad de los emisores u oferentes de valores.

b') *España.* El registro de valores en España también es obligatorio. El procedimiento y requisitos se establecen en el real decreto 291 de 1992, sobre emisiones y ofertas públicas de valores. En resumen, la

CNMV lleva tres tipos de registros: i) el registro de valores y sociedades emisoras de valores (similar al RNVE en Colombia; ii) el registro del mercado de valores e intermediarios, y (iii) el registro de instituciones de inversión colectiva. Estos registros tienen carácter público y contienen información económica y financiera, individualizada, de los emisores, sociedades y agencias de valores, instituciones de inversión colectiva y entidades de capital-riesgo.

c') *Unión Europea*. En relación con el registro de valores en la Unión Europea, cada una de las jurisdicciones que forman parte de ella establece su propio registro y una serie de requisitos. En todo caso, todos los países miembro exigen como requisito previo a la oferta de valores, el registro mediante permiso de la autoridad competente del respectivo país. Sin embargo, en algunas jurisdicciones los requisitos son más flexibles que en otras.

En todo caso, a manera de requisitos unificados, en concordancia con la normativa europea se exige que cumplan con los principios de idoneidad y transparencia, el primero de los cuales hace referencia a las condiciones que debe cumplir el emisor y los valores, y el segundo en relación con la información que se exige para lograr el registro de los valores.

d') *México*. En México, conforme a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores, el registro es también de carácter obligatorio. El Registro Nacional de Valores es llevado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, tiene carácter público y se integra con dos acciones: la de Valores y la Especial. Allí se registran los emisores y las emisiones y valores, incluyendo aquellas efectuadas en México y aquellas que se hacen en el extranjero de valores emitidos en México. En general, los valores, para que los valores puedan ser objeto de oferta pública dentro del territorio Mexicano, deben estar inscritos en el registro.

e') *Chile*. En Chile el registro de valores también es de carácter obligatorio para emisores y valores. Las sociedades y fondos institucionales que deseen emitir y hacer oferta pública de sus valores, deben previamente inscribirse e inscribir sus títulos en un registro especial que para esos efectos lleva la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Solo puede llevarse a cabo la oferta pública de valores cuando estos y su emisor, hayan sido inscritos en el Registro de Valores. Al igual que en muchos otros países, el registro es de carácter público. De manera general, deben inscribirse i) los emisores de valores; ii) los valores; iii) las acciones de las sociedades anónimas que tengan 500 o más accionistas o que al menos, el diez por ciento de su capital

suscrito pertenezca a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente o por medio de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje, y iv) las acciones de sociedades anónimas que voluntariamente lo soliciten o que por obligación legal deban registrarlas. La solicitud de inscripción de un emisor en dicho registro se radica junto con la solicitud de la oferta pública. Al igual que en Colombia, antes de que caduque dicho registro, el emisor tiene un plazo de un año para efectuar la oferta pública.

Además, hay disposiciones que exceptúan de la revelación de cierta información a algunos emisores. Por ejemplo, las normas exceptúan el registro previo del folleto informativo en la emisión de bonos, cuando la oferta esté dirigida exclusivamente a inversionistas calificados, y se exige únicamente la publicación del mismo una vez lanzada la oferta.

f') *Perú*. El registro de valores en Perú se encuentra regulado en el decreto legislativo 861 de 1996 que es la Ley del Mercado de Valores, y es llevado por la Conasev. En él se inscriben los valores, los programas de emisión, fondos mutuos, fondos de inversión y los participantes del mercado de valores que legalmente tengan dicha obligación. Al igual que cualquier registro público, el objetivo es poner la información a disposición de todos los participantes del mercado. En el registro se inscriben obligatoriamente los valores de oferta pública y los programas de emisión, sin que para ello se requiera autorización administrativa previa. Por su parte, la inscripción de aquellos valores que no se ofrecen públicamente es de carácter facultativo.

b) *Marco regulatorio en Colombia*

a') *Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)*. El Sistema Integral de Información al Mercado de Valores (SIMEV), creado por la ley 964 de 2005 y reglamentado por el decreto 2555 de 2010, consiste en el conjunto de recursos que utiliza la Superintendencia Financiera para permitir y facilitar el suministro de información al mercado por parte de sus participantes.

El SIMEV está compuesto por tres sistemas de registro: i) el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE); ii) el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV), y iii) el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV). Este capítulo solo se ocupa del RNVE, que, como su nombre lo indica, es un registro o una base de datos en la cual se inscriben las clases y tipos de valores, así como sus emisores y las emisiones que estos efectúen, y se encarga de certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores, clases y tipos de valores.

Para llevar a cabo una emisión de valores, el emisor debe enviar a la Superintendencia Financiera cierta información, junto con el formulario de inscripción establecido por la Superintendencia, sin perjuicio de los requisitos especiales para determinado valor o emisor, así como los requisitos que dicha Superintendencia considere pertinentes en cada caso particular. Esta inscripción implica autorización para la entidad que se inscribe de ofrecer públicamente los valores inscritos, y supone tanto la inscripción del valor, como del emisor.

No obstante lo anterior, existen casos especiales de inscripción en los cuales el registro de los valores no sigue el procedimiento ordinario para emisores. Estos casos son la inscripción automática y la inscripción temporal de valores.

En la inscripción automática, se entienden inscritos en el RNVE, así como autorizada la oferta pública, los valores que cumplan con las siguientes características: i) valores emitidos, avalados o garantizados por la Nación y el Banco de la República; ii) valores de contenido crediticio emitidos por establecimientos de crédito; iii) cuando así se determine en su reglamento, valores emitidos por fondos de inversión colectiva cerrados, fondos de capital privado o fondos bursátiles, y iv) los bonos que emita el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín).

En cuanto a la inscripción temporal, esta consiste en que las entidades de carácter público u oficial, así como sociedades en procesos de reorganización que sean propietarias de acciones o bonos convertibles en acciones que no se hallen inscritos en el RNVE, pueden solicitar que se ordene su inscripción, con el objeto de que se enajenen mediante oferta pública. En consecuencia, la inscripción temporal de valores se entiende efectuada única y exclusivamente para efectos de la realización de la subsiguiente oferta pública, sin que dé lugar a que los valores se inscriban en la bolsa de valores.

Esta forma de registro tiene una vigencia máxima de seis meses, excepción hecha de acciones o bonos convertibles en acciones de propiedad del Estado sobre las cuales se haya iniciado proceso de privatización, caso en el cual la inscripción se encontrará vigente hasta la finalización del mismo, o bien hasta la expiración del plazo que se haya previsto para la enajenación en el correspondiente programa.

b') *Cancelación de la inscripción en el RNVE.* Al contrario de lo que sucede con las acciones (como se verá más adelante), tratándose de valores de renta fija, los emisores no pueden cancelar estos voluntariamente en los sistemas de negociación ni en el RNVE mientras tales valores se encuentren en circulación.

Una vez se rediman los valores inscritos en el RNVE, para poder proceder a la cancelación, el emisor debe informar a la Superintendencia Financiera, anexando constancias de cancelación e inscripción.

Si los valores no han sido redimidos, pero existe inactividad del tenedor en el ejercicio de sus derechos que haya impedido la redención, el emisor puede solicitar la cancelación, manifestando la intención de cancelar la inscripción mediante dos avisos publicados en los que se indique que, si dentro del mes siguiente a la publicación el tenedor no comparece a hacer efectivo el derecho, el emisor procederá a realizar el pago por consignación, o la constitución de un patrimonio autónomo cuyos beneficiarios serán los tenedores de los referidos valores, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo 5.2.6.1.8 del decreto 2555 de 2010. Una vez efectuado tal procedimiento, el emisor puede presentar la solicitud de cancelación de la inscripción.

La cancelación de la inscripción del emisor procede junto con la cancelación de todas las emisiones en el RNVE. Para efectos de la cancelación de los valores en el RNVE es necesaria su previa cancelación en los sistemas de negociación en los cuales se encuentren inscritos.

c') *Cancelación de la inscripción de acciones inscritas en el RNVE y en bolsa de valores.* De conformidad con el artículo 5.2.6.1.2 del decreto 2555 de 2010, los emisores con acciones inscritas en una bolsa de valores pueden cancelar la inscripción por decisión de la asamblea general de accionistas, tomada por la mayoría de los votos presentes.

Aprobada la cancelación de la inscripción, los accionistas que la aprobaron deben promover, dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que se haya tomado la decisión, una oferta pública de adquisición (OPA) sobre las acciones de los accionistas ausentes o disidentes de dicha reunión. Así mismo, estos pueden ejercer su derecho de retiro, solicitándole a la compañía que readquiera o reembolse sus acciones.

Para proceder con el desliste, la compañía debe informar la intención de deslistar mediante un aviso, antes de realizar la asamblea. La OPA debe formularse dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que tenga lugar la asamblea para que dicha decisión conserve sus efectos. En todo caso, si vencido ese término ningún accionista manifiesta su intención de realizar la OPA, todos los accionistas que votaron a favor de la cancelación están obligados a realizarla, a prorrata de su participación.

Esta OPA se rige por las reglas generales sobre ofertas públicas de adquisición contenidas en el decreto 2555, sin perjuicio de estar sujeta

a ciertas particularidades adicionales, pues en caso de enajenarse acciones pertenecientes a los accionistas que votaron a favor de la cancelación, la enajenación no transmitirá al adquirente el derecho de concurrir a la OPA obligatoria de desliste. Igualmente, los accionistas que votaron a favor de la cancelación no podrán negociar sus acciones en la bolsa y, en caso de realizarlo por fuera de ella, en los supuestos permitidos por la regulación, deben informar de dicha circunstancia a los potenciales adquirentes. En todo caso, los accionistas que votaron a favor de la cancelación serán responsables por los perjuicios que causen a los adquirentes de buena fe que no puedan concurrir a la OPA de desliste.

Para efectos de la cancelación, los emisores deben observar, además de los requisitos de publicidad, los requerimientos exigidos por la bolsa de valores.

Por su parte, cuando las acciones se encuentren inscritas en el RNVE pero no lo estén en una bolsa de valores, las sociedades pueden obtener la cancelación voluntaria de su inscripción en dicho registro mediante solicitud dirigida a la Superintendencia Financiera de Colombia, a la cual debe acompañarse una copia de la parte pertinente del acta de la asamblea de accionistas donde conste que dicho organismo social autorizó la cancelación de la inscripción en el RNVE y la documentación adicional que para el efecto establezca la Superintendencia Financiera de Colombia.

d') *Cancelación oficiosa de la inscripción de una emisión de valores.* Conforme a lo previsto en el decreto 2555 de 2010, la cancelación oficiosa de una emisión de valores en el RNVE procede cuando después de transcurrir un año a partir de la autorización de la emisión no se efectúe la oferta pública en el mercado primario. Igual plazo se exige para las inscripciones automáticas que requieran envío previo de documentación. Debe anotarse que el plazo acá previsto es de tres años cuando quiera que se trate de un programa de emisión y colocación. De igual manera, si se trata de una autorización para realizar una oferta pública en el mercado secundario, el plazo es de tres meses a partir de la autorización.

También procede la cancelación oficiosa sobre acciones que no se encuentren inscritas en una bolsa de valores y que no hayan sido ofrecidas públicamente durante los últimos dos años. No obstante, esta causal puede enervarse cuando se realiza una oferta pública en el mercado primario o al menos un accionista realiza la oferta pública en el mercado secundario.

Otros casos de cancelación oficiosa son la liquidación de una cartera colectiva o de cualquier otro emisor de valores.

B) *Deber de información*

El deber de información en el ámbito nacional e internacional es uno de los deberes más importantes de cualquier emisor de valores. Su importancia recae principalmente en que dota de transparencia el mercado de valores, contribuye a su desarrollo y profundización y permite, en términos generales, el adecuado funcionamiento del mercado público de valores. En la medida en que la información es una herramienta fundamental para la toma de decisiones de inversionistas y demás agentes, la calidad de la información que se reporte y la oportunidad en que se realice la divulgación son de suma importancia para que se logren mercados eficientes.

La revelación de información es además un mecanismo de protección al inversionista en la medida en que le permite conocer si sus derechos son respetados y tomar parte en los diferentes escenarios establecidos por las normas o los estatutos del emisor, para participar en su administración. Adicionalmente, la revelación de información le proporciona a los inversionistas las herramientas y elementos de juicio para tomar decisiones responsables y oportunas y, de acuerdo con el nivel de riesgo que cada inversionista está dispuesto a asumir, de manera tal que tengan la posibilidad de evaluar la conveniencia de realizar una inversión inicial o de manejar la inversión en el tiempo, o de retirarse cuando lo considere pertinente.

De otra parte, en la medida en que la revelación de información propende eliminar cualquier desigualdad de información existente entre la administración de la sociedad y el potencial inversionista, esta obligación de revelación protege igualmente a los inversionistas de cualquier información privilegiada que usen algunos agentes del mercado como mecanismo de manipulación.

En Colombia, el decreto 2555 de 2010 establece la obligación que tiene todo emisor de mantener permanentemente actualizado el RNVE, remitiendo a la Superintendencia Financiera la información relevante así como el reporte de información de períodos intermedios y de fin de ejercicio. Según lo establecido en el decreto 2555 de 2010, los estados financieros de períodos intermedios deben elaborarse como mínimo cada tres meses, sin perjuicio de que la Superintendencia Financiera pueda solicitar dicha información con la periodicidad y en los términos y condiciones que ella determine.

a) *Información relevante*. Sobre el punto, cabe mencionar lo siguiente:

a') *Definición y concepto general*. El decreto 2555 de 2010 establece un doble criterio para determinar los casos en los cuales un emisor está obligado a divulgar información relevante: i) de manera general, cuando tenga conocimiento de una situación “relacionada con él o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores”, y ii) una lista de situaciones, decisiones y circunstancias que se presumen relevantes.

En relación con esta lista, la Superintendencia Financiera ha señalado que algunos se presumen *de derecho* como información relevante con el simple cumplimiento de los supuestos fácticos y umbrales allí definidos, mientras que en otros los administradores están llamados a realizar un juicio de valor acerca de la materialidad de la situación para decidir si se debe enviar información relevante⁸.

Algunos de los hechos establecidos por el artículo 5.2.4.1.5 del decreto 2555 de 2010 como información relevante, incluyen: i) operaciones o actos que originen variaciones iguales o superiores al cinco por ciento en el valor total de los activos, pasivos, ingresos operacionales, utilidad operacional o utilidad antes de impuestos; ii) aumentos superiores al diez por ciento en el pasivo corriente; iii) aumento o disminución de capital; iv) variación en el número de acciones en circulación; v) aprobación de distribución de dividendos; vi) enajenación o adquisición a cualquier título de bienes, cuyo valor sea igual o superior al cinco por ciento del respectivo grupo del activo; (vii) convocatorias a reuniones y decisiones relevantes de la asamblea de accionistas y junta directiva; viii) reformas estatutarias, nombramiento, remoción o renunciaciones de los administradores o revisor fiscal; ix) iniciación de procesos judiciales o administrativos relevantes, y sanciones al emisor, sus administradores o revisor fiscal; x) cambios en la actividad principal, reorganizaciones empresariales, celebración o denuncia de convenciones y pactos colectivos de trabajo, y xi) situaciones de crisis empresarial, entre otros.

Sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia Financiera tiene la facultad de solicitar discrecionalmente la información adicional que considere relevante.

⁸ Superintendencia Financiera de Colombia, “Guía para los emisores, 2008”. [en línea]. Disponible en [https://www.superfinanciera.gov.co/\[...\]/GuíasInformativas/guiaemisores072008.doc](https://www.superfinanciera.gov.co/[...]/GuíasInformativas/guiaemisores072008.doc) [consulta: 1 de julio de 2016].

Es importante recalcar que la ley 964 de 2005 considera como infracción al régimen legal del mercado de valores, no divulgar en forma veraz, oportuna, completa o suficiente, la información que pudiere afectar la colocación de valores, su cotización en el mercado o la decisión de los inversionistas de vender, comprar o mantener dichos valores.

Los organismos multilaterales de crédito no están sometidos al régimen general de información relevante o eventual previsto en el decreto 2555 de 2010. No obstante, deben reportar, de manera inmediata, la información relacionada con aquellos cambios en la situación financiera o en las operaciones del correspondiente organismo emisor que sea susceptible de afectar de manera significativa su capacidad para pagar el capital y los intereses de los valores que haya colocado en Colombia.

b) *Obligación de revelación.* La información relevante debe divulgarse en la página web de la Superintendencia Financiera, de conformidad con el procedimiento que esta entidad establezca, inmediatamente se haya producido la situación o una vez el emisor haya tenido conocimiento de esta. De acuerdo con el decreto 2555 de 2010, la información debe contener una descripción detallada de la situación relevante.

De acuerdo con lo dispuesto en el decreto 2555 de 2010, el emisor no tendrá que divulgar al mercado los casos relevantes de negociaciones en curso cuando el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la revelación pública de dicha información, siempre y cuando el emisor pueda garantizar su confidencialidad. Sin embargo, la Superintendencia Financiera podrá ordenar la publicación de aquella información que resulte necesaria para asegurar el funcionamiento ordenado del mercado, cuando el comportamiento del valor sea inusual o no pueda explicarse razonablemente con la información pública disponible.

En cualquier caso, las negociaciones en curso deben ser informadas a la Superintendencia Financiera cuando se alcancen acuerdos sobre aspectos sustanciales del negocio, siempre que se hayan tomado medidas adecuadas para preservar su confidencialidad y no haya existido alguna filtración de la información.

Es importante tener en cuenta que ningún emisor puede divulgar en medios masivos de comunicación información sobre situaciones objeto de información relevante, sin que aquella se haya revelado al mercado de manera previa o concomitantemente por los mecanismos propios de divulgación de la información relevante. En el caso de que se haya

dado a conocer por un medio masivo de comunicación, el emisor queda obligado a informar al mercado sobre su veracidad.

c) *Excepción a la obligación de revelación.* De acuerdo con el decreto 2555 de 2010, el representante legal del emisor puede solicitar a la Superintendencia Financiera, autorización para que una circunstancia relevante no sea revelada, por considerar que su divulgación puede causarle perjuicio al emisor o puede poner en peligro la estabilidad del mercado de valores.

Así, por ejemplo, si la junta directiva autoriza la presentación de una oferta en un proceso competitivo y se considera que la divulgación de esta información puede afectar el curso de dicho proceso, es posible solicitar esta autorización excepcional, que debe estar acompañada de la toma de medidas que aseguren la confidencialidad de la información. Sin embargo, se trata de un mecanismo excepcional y, por consiguiente, su uso debe limitarse a aquellos casos en los cuales verdaderamente sea indispensable hacerlo.

Es importante anotar que, conforme a la normativa colombiana, se considera confidencial la información respecto de la cual se solicita su no divulgación. Por tanto, si la solicitud de no divulgación es otorgada por la Superintendencia Financiera, las personas incluidas en la lista de aquellas que conocen la información que se pretende no publicar, no pueden participar en una transacción que está relacionada con los valores afectados hasta que dicha información sea debidamente divulgada al mercado.

d) *Obligación de remitir información periódica.* Los emisores tienen también la obligación de remitir información periódica. Esto se encuentra regulado en la circular externa 4 de 2012, según la cual, como información de fin de ejercicio debe remitirse a la Superintendencia Financiera i) la documentación que debe someterse a consideración de la asamblea general de accionistas, que incluye la transmisión del proyecto de distribución de utilidades o informe de pérdidas del ejercicio⁹, y ii) la documentación posterior a la asamblea, que incluye la transmisión de la convocatoria a la asamblea general de accionistas, entre otros documentos¹⁰.

⁹ Conforme a la circular 004 de 2012, debe enviarse a la Superintendencia Financiera: el proyecto de distribución de utilidades o informe de pérdidas del ejercicio y la convocatoria a la asamblea general de accionistas a lo menos con quince días hábiles de antelación a la fecha fijada para la reunión de la asamblea.

¹⁰ Conforme a la circular 004 de 2012, debe remitirse a la Superintendencia Financiera, dentro de los quince días hábiles siguientes a la fecha de celebración de la asamblea

Además, el emisor debe transmitir trimestralmente a la Superintendencia Financiera la información financiera con corte a 31 de diciembre, a más tardar el 1° de marzo del año inmediatamente siguiente; si el período contable corresponde a una fecha de cierre diferente a 31 de diciembre, la información financiera de fin de ejercicio debe remitirse dentro de los sesenta días calendario, siguientes a la fecha de cierre, y aquella información de carácter trimestral con corte a marzo, junio y septiembre, dentro de los treinta días calendario, siguientes a la fecha de corte del respectivo período.

Sin perjuicio de la excepción a la obligación de revelar información relevante aplicable a los organismos multilaterales de crédito, estos deben remitir a la Superintendencia Financiera la información de fin de ejercicio y de períodos intermedios vigentes para emisores de valores y, en particular, algunos documentos como el informe de gestión, actas de la asamblea general o del órgano equivalente en que se autorizan los estados financieros, proyecto de distribución de utilidades y estados financieros.

e) *Obligaciones de información frente a la Bolsa de Valores de Colombia.* Además de la información relevante y periódica que los emisores deben remitir a la Superintendencia Financiera en Colombia, también deben remitir cierta información a la bolsa de valores. En general, los emisores que tengan sus valores listados en la bolsa de valores deben enviarle, dentro de los plazos y en los términos que establezca la Superintendencia Financiera, la información de carácter periódico y relevante. Si la información no es remitida en los términos establecidos para el efecto, la bolsa de valores puede publicar en su página web el incumplimiento del deber del emisor.

Es importante anotar que cualquier designación o modificación temporal o definitiva de los funcionarios responsables por el suministro de la información al RNVE y a la bolsa de valores y de los agentes de cumplimiento deben ser comunicadas a la bolsa de valores.

Por otro lado, la bolsa de valores ha establecido algunas obligaciones de información adicionales para algunos tipos de emisores, como la

general de accionistas en que se aprueben los estados financieros de fin de ejercicio, los siguientes documentos: copia del acta de la asamblea general con todos sus anexos incorporados, que deben ser: a) informe de gestión; b) informe en cumplimiento del num. 3 del art. 446 del C. de Co., c) estados financieros debidamente certificados y dictaminados, y d) certificación del representante legal en cumplimiento del art. 46 de la ley 964 de 2006. Adicionalmente es necesario remitir un certificado de existencia y representación, que no debe tener una fecha de expedición anterior a tres meses.

de contar con una página web en la cual se encuentre a disposición del público cierta información que debe actualizarse. La página web debe contener la información financiera, el prospecto de información, los estados financieros, Código de Buen Gobierno, portafolio de productos, servicios o descripción de actividades, la información de la sociedad de los últimos tres años, informe de gestión, y sanciones administrativas impuestas al emisor, entre otras.

C) *Deberes asociados con el gobierno corporativo*

a) *Aspectos generales de gobierno corporativo para emisores en el ámbito internacional.* El concepto de gobierno corporativo se refiere al conjunto de mecanismos adoptados al interior de un emisor para propiciar que sus administradores ejecuten sus funciones maximizando el valor del emisor y, por lo tanto, el rendimiento esperado por los inversionistas.

En el contexto internacional, gran parte de los estándares de gobierno corporativo aplicable a emisores de valores están recogidos en los Principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para gobierno corporativo, expedidos en 1999 y revisados en 2003. Este documento agrupa en cinco grupos los principios básicos de gobierno corporativo aplicable a emisores: i) derechos de los inversionistas; ii) principios para el trato equitativo de los inversionistas; iii) derechos de terceros con intereses en el emisor (*stakeholders*); iv) principios para la revelación de información y transparencia; v) principios sobre la responsabilidad de la junta directiva. Asimismo, el denominado *White Paper* sobre gobierno corporativo para América Latina, expedido por la OCDE, contiene recomendaciones específicas para la región en materia de los temas a que se refieren los principios de la OCDE para gobierno corporativo.

Otro vehículo utilizado internacionalmente para fomentar el gobierno corporativo ha sido la Mesa Redonda sobre Gobierno Corporativo de América Latina, integrada por países como Argentina, Bolivia, Panamá, Brasil, Ecuador, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, junto con otros países que forman parte de la OCDE, con representantes de Canadá, Costa Rica, República Dominicana, España, Suecia, el Reino Unido y Estados Unidos.

De igual manera, la Corporación Financiera Internacional (IFC) y la OCDE crearon el Círculo de Empresas en 2005, por solicitud realizada por la Mesa Redonda sobre Gobierno Corporativo, que comprende un

grupo de catorce empresas de cinco países de Latinoamérica, y tiene como objetivo contribuir al fortalecimiento de las empresas y el gobierno de las mismas, mediante el intercambio de ideas y experiencias en relación con este asunto.

En Colombia, la mayor parte de los estándares contenidos en los Principios de la OCDE y en el *White Paper* sobre Gobierno Corporativo para América Latina de la OCDE están contenidos de manera general para todo tipo de sociedades comerciales en el Código de Comercio. Sin embargo, en este capítulo se hace referencia únicamente a los estándares de gobierno corporativo que están dirigidos a emisores de valores. Estos estándares comprenden: i) reglas aplicables a juntas directivas; ii) reglas sobre comités de auditoría, y iii) reglas sobre códigos de buen gobierno.

a') *Estados Unidos*. Las prácticas de gobierno corporativo en Estados Unidos no están reguladas por ninguna ley en particular, sino que se ven afectadas por los instrumentos que rigen el derecho corporativo y las decisiones judiciales del estado de cada emisor y, en el caso de algunas compañías públicas, por las leyes de valores federales de Estados Unidos y los requisitos del mercado de valores.

De manera general, entre las principales normas que afectan las prácticas de buen gobierno en materia de valores en Estados Unidos está la Ley de Valores de 1933 o *US Securities Act of 1933* y la Ley de Negociación de Valores de 1934 o *US Securities Exchange Act of 1934*, en las cuales se incluye una regulación específica en materia de revelación de información, votación proxy, remisión de propuestas de voto a las asambleas, entre otros asuntos.

En particular, la Ley Sarbanes Oxley de 2002 (*US Sarbanes Oxley Act of 2002*) tiene gran impacto sobre los modelos y las prácticas de buen gobierno corporativo en Estados Unidos. Esta ley surge como respuesta a ciertos escándalos corporativos, como los de Enron, World Com, Adelphia, Global Crossing y Tyco, entre otros, en los que las empresas publicaban datos falsos, que mostraban resultados positivos cuando la empresa estaba generando pérdidas. Por esto, la *Ley Sarbanes Oxley* de 2002 tuvo un efecto muy importante principalmente en materia de auditoría, así como en la mejoría de las políticas de las empresas y la utilización de procedimientos financieros documentados. La ley buscó elevar los estándares de control y seguridad al aumentar la precisión de los reportes financieros, la gestión de riesgos, la responsabilidad fiscal, la responsabilidad de los directores de las compañías,

la evaluación y la divulgación de la eficacia de los controles internos, los auditores externos y los comités de auditoría, entre otras.

En resumen, algunos de los requerimientos dispuestos por la Ley *Sarbanes Oxley* son los siguientes: i) los emisores deben establecer un comité de auditoría; ii) prohibición para realizar préstamos a los directores o ejecutivos; iii) deben esperar por lo menos un año antes de contratar a algún miembro del equipo de auditoría para un cargo ejecutivo; iv) el comité de auditoría debe ser independiente, es decir, ninguno de sus miembros podrá trabajar para el emisor, estando encargado de aprobar todos los servicios de auditoría y otros no relacionados; v) el director ejecutivo o presidente (CEO) y el director financiero (CFO) deben certificar ante los organismos supervisores los estados financieros y manifestar que estos presentan razonablemente la posición financiera de la compañía, estando sujetos a sanciones penales de existir algún error material e intencional en ellos; vi) las firmas de auditoría deben estar registradas ante el Consejo de Supervisión Contable y reportarán al comité de auditoría y no a la gerencia. Este Consejo de Supervisión Contable (PCAOB) consiste en una organización sin ánimo de lucro, responsable de, por ejemplo, el registro de empresas de contabilidad, establecer las normas relativas a la preparación de los informes de auditoría, la realización de inspecciones de empresas registradas, etc.

b') *España*. Las principales normas en España que hacen referencia al gobierno corporativo se encuentran contenidas en la ley 24 de 1988 y en el real decreto legislativo 1564 de 1989. En términos generales, las reglas de gobierno corporativo en España se han desarrollado en tres códigos de carácter no obligatorio que contienen las mejores prácticas, y que han sido elaborados por grupos especiales de trabajo creados por el gobierno y que resultan aplicables a las compañías listadas. Entre estos, el Código Unificado de Gobierno Corporativo que unifica las recomendaciones que se publicaron antes del año 2003 y en el cual se han incluido las recomendaciones hechas por la OCDE y por la Comisión Europea.

En España, el gobierno corporativo está principalmente dirigido a las compañías de responsabilidad limitada (como las sociedades anónimas) que tienen sus acciones listadas en una bolsa de valores. De manera similar a lo que sucede en Colombia en relación con el Código país (como se verá más adelante), en España, las compañías deben rendir un reporte del nivel de cumplimiento de las prácticas de buen gobierno a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de manera que dicha información se publica para el mercado. Adicionalmente,

la CNMV se encuentra encargada de desarrollar ciertas prácticas de buen gobierno, como por ejemplo, el contenido de los reportes anuales de gobierno corporativo. De manera similar, existen varias otras instituciones y entidades de carácter privado que son bastante activas en los asuntos de gobierno corporativo.

c') *Unión Europea*. La regulación y normas en relación con gobierno corporativo que se aplica a las empresas inscritas en bolsa en la Unión Europea es también, al igual que en Colombia y en varios otros países, una combinación de legislación y normas de carácter no vinculante, que incluye recomendaciones y códigos de gobierno corporativo. En una gran medida, el gobierno corporativo en Europa surgió a partir del Informe Cadbury de 1992 en el Reino Unido, que contenía el famoso principio de “cumpla o explique” y el cual se ha expandido en varios países a lo largo de los años.

A raíz de la crisis financiera de 2008-2009, se han revaluado las regulaciones en relación con el gobierno corporativo en la Unión Europea, y a partir de ello la Comisión Europea publicó en junio de 2010 el Libro Verde de la Unión Europea sobre Normativa de Gobierno Corporativo respecto de entidades financieras, que está siendo reformado para incluir un ámbito más amplio de forma que cubra cualquier empresa de la Unión Europea.

En términos generales, las reglas actuales de gobierno corporativo se centran en una serie de principios y normas consistentes en diversas recomendaciones sobre la independencia de los consejeros no ejecutivos, los consejos de administración y las remuneraciones y se establece la obligación de que las sociedades que cotizan en bolsa presenten un informe de gobierno corporativo. Existen directivas del Parlamento Europeo sobre las ofertas públicas de adquisición¹¹, la transparencia de las sociedades cotizadas¹² (Directiva 2004/109/CE), los derechos de los accionistas, el abuso del mercado¹³ y las auditorías¹⁴, entre varios de los elementos que componen el gobierno corporativo en la Unión Europea. De la misma forma, existen varias recomendaciones de la Comisión Europea, como la Recomendación 2005/162/CE de la Comisión, de 15 de febrero de 2005, relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos

¹¹ Directiva 2004/25/CE.

¹² Directiva 2007/36/CE.

¹³ Directiva 2003/6/CE.

¹⁴ Directiva 2006/43/CE.

de administración o de supervisión, aplicables a las empresas inscritas en bolsa, y la Recomendación 2004/913/CE de la Comisión, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración, etc.

Las reformas que se han propuesto recientemente tienen como propósito reforzar las normas y hacer que estas no dependan tanto de la autorregulación, e incluyen algunos aspectos de género; como por ejemplo, se ha planteado si se debería exigir a las sociedades que su consejo de administración incluya un mayor número de mujeres, se analiza el funcionamiento de los consejos, las políticas de manejo de riesgos, las formas de impulsar la participación de accionistas, la posibilidad de crear normas más estrictas, entre otros.

d') *México*. En México, las normas sobre gobierno corporativo se encuentran contenidas, en su mayoría, en el Código Comercial Federal, la Ley de Compañías y la Ley del Mercado de Valores. Adicionalmente, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ha emitido varias circulares y regulaciones relacionadas con gobierno corporativo que aplican a las sociedades que tienen sus acciones inscritas en la bolsa de valores, en general. Como práctica voluntaria, existe un Código de Mejores Prácticas Corporativas emitido por el Consejo Coordinador Empresarial, que establece conductas y recomendaciones en relación con el gobierno corporativo.

Mediante la Ley de Valores, que entró en vigencia en junio de 2006, se introducen varias disposiciones en relación con gobierno corporativo en México. Esta ley creó tres tipos de sociedades: i) las sociedades anónimas promotoras de inversión; ii) las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil, y iii) las sociedades anónimas bursátiles, y tiene varias disposiciones en relación con el gobierno corporativo que resultan aplicables a sociedades inscritas, que regula el manejo de conflictos de interés, responsabilidades de los directores y estándares generales en materia de juntas directivas, y como en Colombia, el requisito de un veinticinco por ciento que debe ser independiente, creación de comités adicionales, revelación de información, etc.

e') *Chile*. Chile es uno de los países en desarrollo con mayor cumplimiento de los principios de buen gobierno definidos por la OCDE y es uno de los países con mejor índice de gobierno corporativo. La mayoría de normas relativas al gobierno corporativo están contenidas en la Ley de Valores, la Ley de Sociedades Anónimas, y la Ley de OPA y Gobiernos Corporativos. En términos generales, la Ley de OPA y Gobiernos Corporativos reconoce la importancia de las prácticas de gobierno corporativo en términos de otorgar protección a los inversionistas,

promover igualdad de derechos entre los accionistas, promover alineación de intereses individuales con los intereses corporativos, etc.

En Chile, se han adoptado varias de las medidas de la Ley Sarbanes Oxley de Estados Unidos, como la prohibición de préstamos a directores y ejecutivos (salvo excepciones) y el hecho que los directores estén obligados a informar sus operaciones bursátiles. Asimismo, la información financiera anual y trimestral requiere de una declaración jurada de responsabilidad, en relación con la veracidad de los antecedentes, etc. Sin embargo, no hay prohibición especial acerca de transar valores durante los períodos de crisis de fondos de pensiones.

f') *Perú*. En Perú se publicó en 2002 un documento denominado "Principios de buen gobierno para las sociedades peruanas", que sirve de guía del gobierno corporativo en Perú y que ha sido elaborado por un grupo de entidades, todas con injerencia en asuntos de gobierno corporativo como la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev), en consenso con el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), la Bolsa de Valores de Lima, (BVL) la Asociación de Bancos (ASBANC), la Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas (Confiep), la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (Procapitales) y el Centro de Estudios de Mercados de Capitales y Financiero (MC&F).

Los Principios de buen gobierno para las sociedades peruanas, son aproximadamente 76, y tienen como propósito servir de guía de buenas prácticas, contribuyendo a que las empresas peruanas alcancen estándares internacionales en estos aspectos, y mejoren así la confianza del público inversionista. Estos principios fueron elaborados tomando como fundamento los principios de gobierno corporativo de la OCDE, e incluyen asuntos relativos a los derechos de los accionistas, el tratamiento equitativo de los accionistas, la función de los grupos de interés o comúnmente conocidos como *stakeholders* en una compañía, recomendaciones frente a la comunicación y transparencia informativa, asuntos de responsabilidad de directores, asuntos aplicables a sociedades no inscritas en el registro público del mercado de valores, etc.

A diferencia de otros países que han incluido algunas reglas de gobierno corporativo en leyes o normas de carácter obligatorio, en Perú, la Conasev no ha dispuesto que las reglas de gobierno corporativo sean de obligatorio cumplimiento, ni siquiera para las sociedades que tienen sus acciones inscritas en la bolsa de valores, y todos los principios son de adhesión voluntaria por las empresas. De la misma forma, como

en Colombia y en otros países, resulta obligatorio reportar el grado de cumplimiento de cada empresa con las prácticas de buen gobierno.

b) *Aspectos generales de gobierno corporativo para emisores en el ámbito nacional.* El régimen legal colombiano establece varias disposiciones relacionadas con gobierno corporativo. Aquellas aplicables a las sociedades inscritas en bolsa se encuentran principalmente en el Código de Comercio, en las leyes 222 de 1995 y 964 de 2005, y en el decreto 3923 de 2006.

Hoy, aunque los emisores de valores no tienen la obligación de adoptar un código de buen gobierno, la Superintendencia Financiera, mediante la circular 28 de 2007, expidió la primera versión del Código de Mejores Prácticas Corporativas (“Código País”) y se adoptó la obligación de diligenciar y remitir anualmente una encuesta mediante la cual se dé a conocer al mercado de valores la adopción de las recomendaciones del Código País.

La Superintendencia Financiera adelantó la revisión integral de las recomendaciones del Código País en 2014, y expidió una versión actualizada de este documento, con el propósito de fortalecer las buenas prácticas de gobierno corporativo de acuerdo con los estándares internacionales y las necesidades del mercado local. El nuevo Código País está contenido en la Parte 3, Título I, capítulo v de la circular básica jurídica.

El Código País compila un conjunto de recomendaciones prácticas de gobierno corporativo, para emisores tanto del sector real como del financiero, partiendo de la participación integrada de inversionistas, emisores, proveedores de infraestructura y supervisores.

El nuevo Código País contiene 33 medidas que se descomponen en 148 recomendaciones respecto de los siguientes aspectos: i) derecho y trato equitativo de los accionistas, ii) asamblea general de accionistas, iii) junta directiva, iv) arquitectura de control, y v) transparencia e información financiera y no financiera. El Código País está diseñado como un esquema autorregulatorio y es de cumplimiento voluntario. Sin embargo, los emisores de valores deben reportar a la Superintendencia Financiera si cumplen las recomendaciones del Código País, y deben hacerlo enviando una encuesta anual sobre mejores prácticas corporativas. La primera versión del Código País adoptó el sistema “cumpla o explique”, que exigía a los emisores de valores inscritos en el RNVE, explicar, además, las razones por las cuales no adoptaron las medidas pertinentes cuando la respuesta a la pregunta de la encuesta

sea negativa. El nuevo Código País conserva el sistema “cumpla o explique”, pero a los emisores solo les es permitido informar que una recomendación no es aplicable, cuando su no aplicación se derive de razones legales, que deben ser debidamente explicadas.

Adicionalmente, la circular básica jurídica reitera la exigencia establecida en la regulación anterior, relacionada con la publicación de las respuestas a la encuesta como información relevante mediante el sistema de información de la Superintendencia Financiera, por considerarla importante para el mercado, en atención a lo definido en el parágrafo 5º del artículo 5.2.4.1.5 del decreto 2555 de 2010.

El Código País es aplicable a todos los emisores inscritos o que tengan valores inscritos en el RNVE, excepto a la Nación, los patrimonios autónomos, carteras colectivas, universalidades previstas en la ley 546 de 1999, entidades territoriales, organismos multilaterales de crédito, gobiernos extranjeros y entidades públicas extranjeras, sucursales de sociedades extranjeras y entidades extranjeras.

Algunas recomendaciones contenidas en el Código País se refieren a temas relacionados con la asamblea general de accionistas, que se orientan principalmente a establecer procedimientos tendientes a facilitar la participación de los accionistas en las asambleas y la comprensión de los temas por tratar. Estas recomendaciones aplican para las reuniones de asamblea ordinarias y extraordinarias.

También existen recomendaciones relacionadas con las juntas directivas, con el objetivo de propiciar el trato equitativo entre el emisor y los inversionistas, que se garantice la calidad de la información revelada, y que se cumplan las disposiciones vigentes en materia de gobierno corporativo. En este sentido, el Código País contiene recomendaciones sobre i) tamaño, conformación y funciones de la junta directiva; ii) derechos y deberes de los miembros de la junta directiva, y iii) funcionamiento de la junta directiva.

Además, hay algunas recomendaciones relativas a la revelación de información financiera y no financiera encaminadas a facilitar la solicitud de información por los inversionistas, divulgar la información al mercado, y garantizar la independencia del revisor fiscal, y otras recomendaciones relativas a la solución de controversias, en particular, sobre la necesidad de dar a conocer a los inversionistas los medios de solución de controversias con que cuentan y sobre la adopción de mecanismos alternativos de resolución de conflictos.

a’) *Obligaciones especiales de gobierno corporativo.* En Colombia, algunas reglas de gobierno corporativo se encuentran contenidas en la

ley, y son de obligatorio cumplimiento para quienes tienen la calidad de emisores. Las principales se describen a continuación.

1) *Estándares de gobierno corporativo sobre comités de auditoría.* Los comités de auditoría, creados por la ley 964 de 2005, son órganos que deben incorporar los emisores de valores dentro de su estructura y ser regulados en sus estatutos, los cuales tienen por objeto supervisar que la preparación, presentación y revelación de la información financiera se ajuste a lo dispuesto en la ley. Aunque el funcionamiento del comité de auditoría debe estar regulado por los estatutos del emisor, tal regulación estatutaria debe someterse en todo caso a las siguientes reglas:

El comité se integra al menos con tres miembros de la junta directiva, entre ellos los independientes, y el presidente del comité debe ser un miembro independiente. Además, el comité debe contar con la presencia del revisor fiscal del emisor, que tiene voz pero no voto.

- Las decisiones del comité se adoptan por mayoría simple.
- Los estados financieros del emisor no pueden ser presentados a consideración de la junta directiva ni de la asamblea general sin haber sido presentados al comité.
- El comité debe reunirse por lo menos cada tres meses, y sus decisiones deben constar en actas.

2) *Estándares de gobierno corporativo sobre juntas directivas.* La ley 964 de 2005 establece que la junta directiva de los emisores debe estar integrada por un mínimo de cinco y un máximo de diez miembros principales, de los cuales mínimo el veinticinco por ciento debe tener la calidad de independientes, así como sus suplentes. Los emisores de valores no podrán tener suplentes numéricos. No obstante, los emisores de valores pueden disponer en sus estatutos que no existirán suplencias en las juntas directivas. Además, el representante legal no puede desempeñarse como presidente de la junta directiva. Para efectos de lo anterior, se entiende que un miembro de junta directiva es independiente si cumple con los criterios que establece la ley 964 de 2005¹⁵.

¹⁵ i) Personas al interior del emisor que no se consideran independientes: a) empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, o personas que hayan tenido esa calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente; y b) accionistas que por su participación en el capital o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto del emisor o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, dirección o control de la misma, y ii) personas externas al emisor que no se consideran independientes: a) socios o empleados de asociaciones

En cuanto a la elección, se deben llevar a cabo dos votaciones: una para elegir a los miembros independientes legales o estatutarios, y la otra para elegir los demás miembros. No obstante, la elección de todos los miembros se puede llevar a cabo en una sola votación cuando: i) se asegure que se logrará el número mínimo de miembros independientes exigido legal o estatutariamente, o ii) los estatutos del emisor hayan previsto que todos los miembros deben ser independientes, o iii) solo se presente una lista que incluya el número mínimo de miembros independientes exigidos.

Las listas deben presentarse por escrito al secretario de la asamblea y acompañarse de la comunicación escrita de cada candidato en la que manifieste su aceptación para ser incluido en la lista, y en el caso de listas de miembros independientes, la comunicación de cada candidato en que manifieste que cumple con los requisitos de independencia exigidos por la ley 964 de 2005.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

Superintendencia Financiera de Colombia, “Guía para los Emisores, 2008” [en línea]. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/.../Guia-Informativas/guiaemisores072008.doc> [Consulta: 1 de julio de 2016].

B) *Normativa*

Superintendencia de Valores de Colombia, circular 005 de 2005.

Superintendencia Financiera de Colombia, circular 003 de 2007.

Superintendencia Financiera de Colombia, circular 28 de 2007.

o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico del cual forme parte este, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos el veinte por ciento o más de sus ingresos operacionales; b) empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos significativos del emisor (se consideran donativos significativos aquellos que representen más del veinte por ciento del total de donativos recibidos por la respectiva institución); c) administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor o d) persona que reciba del emisor alguna remuneración diferente de los honorarios como miembro de la junta directiva, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la junta directiva.

Superintendencia Financiera de Colombia, circular externa 007 de 2011.
Superintendencia Financiera de Colombia, circular externa 029 de 2014.
Código Comercial Federal. México.
Superintendencia Financiera de Colombia, concepto 2007001419-001 de 6 de febrero de 2007.
Decreto 2681 de 1993, Colombia.
Decreto 4327 de 2005, Colombia.
Decreto 3923 de 2006, Colombia.
Decreto 2175 de 2007, Colombia.
Decreto 2555 de 2010, Colombia.
Decreto 4805 de 2010, Colombia.
Decreto 1242 de 2013, Colombia.
Decreto 1068 de 2015, Colombia.
Decreto legislativo 861-1996. Perú.
Comisión Europea, Directiva 2004/25/CE.
Comisión Europea, Directiva 2007/36/CE.
Comisión Europea, Directiva 2003/6/CE.
Comisión Europea, Directiva 2006/43/CE.
Ley 24 de 1988, España.
Ley 222 de 1995, Colombia.
Ley 226 de 1995, Colombia.
Ley 546 de 1999, Colombia.
Ley 964 de 2005, Colombia.
Ley 546 de 1999, Colombia.
Ley de Compañías, México.
Ley de Opas y Gobiernos Corporativos, Chile.
Ley de sociedades anónimas, Chile.
Ley de Valores, Chile.
Ley del Mercado de Valores. México.
Real decreto 291 de 1992, España.
Real decreto legislativo 1564/de 1989, España.
US Securities Act of 1933, United States of America.
US Securities Exchange Act of 1934, United States of America.
US Sarbanes Oxley Act of 2002, United States of America.

CAPÍTULO IV

CALIFICADORAS DE RIESGO*

MARÍA VICTORIA MORENO JARAMILLO**

JEANNETTE FORIGUA ROJAS***

1. CONSIDERACIONES PRELIMINARES¹

Las calificadoras de riesgo, también conocidas como agencias calificadoras, nacieron en Estados Unidos a principios de 1900². La primera agencia calificadora fue Moody's, constituida en 1909. Durante los primeros años solo publicaron manuales que eran comprados por los inversionistas, por el mercado financiero (para contrastar sus propios análisis) y por el *Office of the Comptroller of the Currency*³ (en adelante

* Para citar este capítulo: <http://dx.doi.org/10.15425/2017.08>.

** Abogada y especialista en Derecho Comercial de la Pontificia Universidad Javeriana. Es especialista en Derecho de la Empresa y en legislación financiera de la Universidad de los Andes. Actualmente se desempeña como socia adjunta en López, Montealegre & Asociados.

*** Abogada de la Universidad Externado de Colombia, especialista en Derecho Administrativo del Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario y especialista en Derecho Financiero y Bursátil, Universidad Externado de Colombia. Actualmente es socia en Forigua Abogados.

¹ Las traducciones en este capítulo fueron realizadas por las autoras, a menos que se señale lo contrario.

² Como antecedente de las calificadoras se mencionan las sociedades que en EE. UU. se dedicaron, con posterioridad a la crisis de 1837, a la venta de información y estadísticas financieras. Los autores identifican como la primera de ellas a *The Mercantile Agency*, una compañía de Nueva York dedicada a la comercialización de la seda, que en 1841 decidió hacer del suministro de información su negocio. Ya en el siglo xx se crearon las sociedades calificadoras, cuyo valor agregado es precisamente el análisis y revisión especializada de la información de los emisores de valores, resultado de lo cual es la calificación que emiten al mercado, expresada en función de categorías preestablecidas.

³ *Office of the Comptroller of the Currency* - OCC: Oficina independiente dentro del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, que regula y supervisa a todos los bancos nacionales y las instituciones de ahorro, así como las sucursales y agencias federales de bancos extranjeros en Estados Unidos.

“OCC”), como base para evaluar los bancos, de manera que el centro de la calificación era la calidad de los valores en los cuales los bancos estaban invirtiendo.

Más adelante, en 1936, la OCC determinó que los bancos no podían invertir en bonos que no fueran de “grado de inversión”, es decir, cuya calificación fuera inferior a BBB. Dado lo anterior y en la medida que tanto los bancos como los emisores tenían que considerar las calificaciones emitidas por las agencias calificadoras, estas empezaron a influir en la capacidad de los valores para ser vendidos en el mercado.

En 1970 ocurrió un cambio importante en el esquema de remuneración de las agencias calificadoras: ya no eran los inversionistas quienes debían pagarles por sus servicios sino que su remuneración provendría de los emisores de valores, por dos factores principales: i) el bajo costo de las fotocopias, derivado de los avances tecnológicos⁴ y ii) el escándalo de la quiebra de Penn Central, empresa ferroviaria, que dejó entrever la importancia de la calificación crediticia de los emisores para los inversionistas, que llevó a aquéllos a pagar a las agencias de calificación la “certificación” de la fiabilidad de sus valores, como forma de hacer más fácil su colocación en el mercado.

La primera regulación detallada en relación con las agencias de calificación se emitió en Estados Unidos en 1975, mediante la Regla 15c3-1⁵, por medio de la cual se establecieron las reglas sobre requerimiento de capital mínimo de los intermediarios de valores (*broker/dealers*) conocidas como *Net Capital Rule*, regulación en la cual la Securities and Exchange Commission - SEC dispuso unos requisitos mínimos para los valores de bolsa. Estos requisitos estaban relacionados con la calidad de los bonos, utilizando calificaciones proporcionadas por las agencias como criterio esencial para su evaluación. En esa ocasión la SEC hizo una distinción crucial, a partir de la clasificación de las agencias de calificación que fueron designadas para emitir estas calificaciones: las *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* - NRSRO⁶ se convirtieron en las únicas entidades calificadas para

⁴ <http://cybercemetery.unt.edu/archive/fcic/20110310192044/http://c0181567.cdn1.cloudfiles.rackspacecloud.com/2010-00-00%20Journal%20of%20Economic%20Perspectives,%20Markets-%20The%20Credit%20Rating%20Agencies,%20Lawrence%20J.%20White.pdf>

⁵ <http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.15c3-1>

⁶ *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* - NRSRO. Es una agencia de calificación crediticia (CRA) que emite las calificaciones de crédito que agencias regulatorias de Estados Unidos utilizan para ciertos fines reglamentarios. Actualmente nueve agencias calificadoras de crédito son reconocidas como NRSRO.

expedir calificaciones apropiadas para analizar los requisitos mínimos de los activos⁷. Las tres principales agencias de entonces y en la actualidad en el mercado (Moody, Standard & Poor's y Fitch), fueron reconocidas inmediatamente como NRSRO.

Aun así, la regulación era muy vaga en cuanto a los criterios y procedimientos adoptados para otorgar el reconocimiento como NRSRO. La ausencia de normas que regulara de forma detallada los requisitos necesarios para obtener tal reconocimiento hizo que el procedimiento para evaluar las solicitudes de NRSRO por la SEC y otorgar este estatus fuera eminentemente discrecional. Genéricamente se tomaba en cuenta la reputación nacional de la agencia de calificación, su estructura organizativa, su situación financiera, su tamaño, la experiencia de su personal, el grado de independencia entre la agencia y las empresas objeto de calificación, los procedimientos adoptados para emitir valoraciones y las medidas implantadas para proteger la información confidencial obtenida de las empresas.

En 2005, la SEC decidió volver a definir los criterios de clasificación de las NRSRO, sin modificar sustancialmente los requisitos para el reconocimiento, conservándolos básicamente ligados a la importancia que la agencia tenía en el mercado⁸.

2. PRINCIPIOS INTERNACIONALES SOBRE LA ACTIVIDAD DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

The International Organization of Securities Commissions - IOSCO ha reconocido que calificadoras de riesgo, creíbles y fiables, pueden desempeñar un valioso papel en los mercados globales de valores. A este propósito, el Comité Técnico de IOSCO consideró que un conjunto de principios relativos a las actividades de las agencias calificadoras

⁷ LAWRENCE J. WHITE, *Market The Credit Rating Agencies*, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, núm. 2. págs. 211-226 [en línea]. Disponible en <http://cybercemetery.unt.edu/archive/fcic/20110310192044/http://c0181567.cdn1.cloudfiles.rackspacecloud.com/2010-00-00%20Journal%20of%20Economic%20Perspectives,%20Markets-%20The%20Credit%20Rating%20Agencies,%20Lawrence%20J.%20White.pdf> [consulta: 3 de julio de 2016].

⁸ ELISABETTA CONTE y FEDERICO PARMEGGIANI, *The Regulation of Credit Rating Agency across USA and EU: different systems, same concerns* [en línea]. Disponible en http://nyu.academia.edu/FedericoParmeggiani/Papers/842723/The_Regulation_of_Credit_Rating_Agency_across_USA_and_EU_different_systems_same_concerns [consulta el 11 de agosto de 2012].

sería una herramienta útil para los reguladores de valores, los diferentes participantes del mercado y para las mismas calificadoras de riesgo.

Además, dada la influencia que las opiniones de las agencias calificadoras pueden tener en los mercados y el interés en su actividad para los inversionistas, prestamistas, emisores y reguladores de valores, IOSCO expidió en septiembre de 2003 el documento denominado *The Statement of Principles Regarding The Activities Of Credit Rating Agencies*⁹ (Declaración de principios sobre las actividades de las agencias calificadoras), que establece objetivos del más alto nivel para reforzar la integridad de los procesos de calificación, ayudar a las agencias calificadoras en la prestación de sus servicios a los inversionistas con análisis informados e independientes, así como incentivar la eficiencia y transparencia de los mercados de valores y reducir el riesgo sistémico.

La Declaración de Principios se encuentra dividida en cuatro principios generales, que a su vez se dividen en sub-principios más desarrollados y concretos¹⁰.

Los principios y sub-principios son:

i) Las agencias calificadoras deben esforzarse por emitir opiniones que ayuden a reducir la asimetría de la información entre los prestatarios, prestamistas y otros participantes del mercado¹¹.

- En desarrollo de este principio las agencias calificadoras deben adoptar e implantar procedimientos y metodologías por escrito, que aseguren la opinión emitida, que debe basarse en un análisis de toda la información relevante con la que cuenten; igualmente, las agencias calificadoras deben cumplir sus obligaciones con integridad.

- La metodología de las calificadoras debe ser rigurosa y sistemática; así mismo, deben sujetarse a algunas formas de validación basada en la experiencia histórica.

⁹ *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, "Iosco Statement of Principles Regarding The Activities of Credit Rating Agencies"* [en línea]. Disponible en <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20030930/02.pdf>

¹⁰ Sobre estándares internacionales relacionados con la implementación regulatoria de los principios de las actividades de las agencias de calificación se puede consultar *Regulatory Implementation of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, Report Final, IOSCO, February 2011. Disponible en *The International Organization of Securities Commissions website* www.iosco.org

¹¹ "CRAs should endeavor to issue opinions that help reduce the asymmetry of information among borrowers, lenders and other market participants", Statement of principles, IOSCO, 2003.

- Las agencias calificadoras deben realizar un monitoreo permanente y actualizar periódicamente sus análisis cuando nueva información se encuentre disponible, de manera que puedan revisar una calificación previa o dar por terminada su opinión.

- Las agencias calificadoras deben conservar registros internos que soporten sus calificaciones, así como contar con recursos suficientes para llevar a cabo evaluaciones de alta calidad, mediante personal suficiente para evaluar adecuadamente los valores y las entidades que califican y buscar la información que requieran sus procesos de decisión.

- Los analistas empleados por las agencias calificadoras deben valerse de las metodologías establecidas por la calificadora, ser profesionales, competentes e íntegros.

Tal y como se expuso, este principio tiene como objetivo preservar la calidad de los análisis que deben efectuarse con ocasión de las calificaciones, posible solo en cuanto se haga una evaluación exhaustiva de la información disponible, de manera que los agentes del mercado que no cuentan con esa información o que no están en capacidad de analizarla, puedan tomar decisiones informadas, en las que realmente se reflejen los riesgos a los cuales se puedan ver expuestos. En otras palabras, este principio busca preservar que las agencias calificadoras realmente cumplan su función en el mercado, de calificar valores o riesgos.

ii) Las valoraciones de las agencias calificadoras deben ser independientes y libres de cualquier presión política o económica, de cualquier conflicto de interés¹² que pueda surgir con ocasión de su estructura de propiedad, de sus actividades comerciales o financieras, así como de los intereses financieros de sus empleados. En la medida de lo posible, las agencias calificadoras deben evitar actividades, procedimientos o relaciones que puedan comprometer o aparenten comprometer la independencia y objetividad de sus opiniones¹³.

¹² Sobre estándares internacionales en materia de conflictos de interés se puede consultar *Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest*, Final Report, IOSCO December 2016. *The International Organization of Securities Commissions website www.iosco.org*

¹³ “CRA ratings decisions should be independent and free from any political or economic pressures and from any conflicts of interest arising due to the CRA’s ownership structure, business or financial activities, or the financial interests of the CRA’s employees. CRAs should, as far as possible, avoid activities, procedures or relationships that may compromise or appear to compromise the independence and objectivity of the credit rating operations”, Statement of principles, IOSCO, 2003.

- En desarrollo de este principio, las agencias calificadoras deben adoptar procedimientos internos escritos y mecanismos para identificar y eliminar o gestionar y comunicar, en su caso, los conflictos de interés que puedan real o potencialmente influir en las opiniones y análisis que emitan, así como analizar o realizar un juicio de valor que aprecie si existe alguna influencia en las opiniones emitidas, o empleados que puedan verse inmersos en conflicto de interés; de igual forma, las agencias calificadoras deben divulgar los conflictos de interés, evitarlos y gestionarlos.

- Las opiniones emitidas por las calificadoras no deben verse afectadas por la existencia o potencial existencia de una relación comercial entre la calificadora —o sus filiales— y el emisor o cualquier otra parte.

- Las agencias calificadoras ni sus empleados deben involucrarse en la negociación de valores o derivados.

- Las líneas de comunicación para el personal de las agencias calificadoras y sus acuerdos de compensación deben estar estructurados para eliminar o gestionar de forma eficaz los conflictos de interés reales o potenciales. Un empleado de una calificadora de riesgo no debe ser compensado o evaluado sobre la base del monto de los ingresos que la calificadora devengue del emisor que el analista evalúe o con el cual el analista regularmente interactúe.

- Una calificación debe ser determinada solo con fundamento en los factores relevantes para la evaluación.

- Las agencias calificadoras deben revelar la naturaleza del acuerdo de compensación que exista con los emisores que evalúen.

Este principio propende la independencia de las agencias calificadoras y, en especial, por el correcto manejo que ha de darse a la relación con sus empleados, en cuanto a posibles conflictos de interés derivados de su actividad con los emisores, o bien con la remuneración o beneficios económicos que la calificadora o los empleados puedan obtener de la evaluación de ciertos emisores.

iii) Las agencias calificadoras deben hacer de la divulgación y transparencia un objetivo en sus actividades de calificación¹⁴.

- Las agencias calificadoras deben suministrar de manera oportuna sus decisiones de calificación al público, respecto de los valores de renta fija y los emisores que los emitan.

¹⁴ “CRAs should make disclosure and transparency an objective in their ratings activities”.

- Las agencias calificadoras deben divulgar al público, con bases no selectivas, cualquier calificación y decisión subsecuente respecto de su vigencia, si esta se encuentra basada en todo o en parte en información no pública.

- Las agencias calificadoras deben publicar información suficiente acerca de sus procedimientos y metodologías, de manera que terceros puedan entender cómo se califica y con fundamento en qué criterios. Esta información debe incluir, pero sin limitarse a ello, el significado de cada categoría de calificación, la definición de incumplimiento y el horizonte temporal que la calificadora de riesgo utilizó para emitir una opinión.

- Las agencias calificadoras deben publicar información suficiente sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación de la calificadora y si las tasas de incumplimiento de estas categorías han cambiado con el tiempo, para que los terceros interesados puedan entender la evolución histórica de cada categoría y, si es del caso, cómo han cambiado las categorías de calificación.

- Las agencias calificadoras deben revelar si una evaluación es solicitada.

Este tercer principio, al tiempo que tiene como objetivo el que las agencias establezcan como prioridad en sus actividades la publicidad y la transparencia, busca facilitar al mercado información que pueda resultar relevante.

iv) Las agencias calificadoras deben mantener bajo estricta confidencialidad toda aquella información no pública, que les haya sido comunicada por cualquier emisor o sus agentes bajo los términos de un acuerdo de confidencialidad o mediante un memorando de entendimiento en el cual conste que la información compartida es confidencial¹⁵.

- Las agencias calificadoras deben adoptar procedimientos y mecanismos para proteger la naturaleza de la información no pública, compartida con ellas por los emisores bajo los términos de un acuerdo de confidencialidad o mediante un memorando de entendimiento en el cual conste que la información compartida es no pública.

- Las agencias calificadoras deben usar la información no pública solo a los fines de sus actividades de calificación o de conformidad con los acuerdos de confidencialidad suscritos con el emisor.

¹⁵ “CRAs should maintain in confidence all non-public information communicated to them by any issuer, or its agents, under the terms of a confidentiality agreement or otherwise under a mutual understanding that the information is shared confidentially”.

Finalmente, este cuarto principio tiene como objetivo proteger la información no pública de los emisores, a fin de que no se utilice de manera inapropiada por las agencias calificadoras o por quienes puedan tener acceso a ella.

3. LA LEY DODD-FRANK COMO RESPUESTA A LA CRISIS FINANCIERA DE 2007

Como consecuencia de la crisis y los cuestionamientos de que fueron objeto las agencias calificadoras, por considerar que contribuyeron a ella con las dudosas calificaciones de deuda que emitieron, se expidió en Estados Unidos la Ley Dodd-Frank (Ley de Protección al Consumidor y Reforma de Wall Street - Dodd-Frank Act)¹⁶, que tiene como objetivo promover la estabilidad financiera de Estados Unidos con medidas que proporcionen estabilidad y transparencia en el mercado financiero.

Esta ley, dentro de sus muchas medidas, obliga a las agencias calificadoras a divulgar sus metodologías de calificación y a mejorar sus prácticas de gobierno corporativo, de manera que asuman responsabilidad legal por fallas deliberadas o negligencia en la emisión de sus recomendaciones. Además, la ley Dodd-Frank creó en la SEC la Oficina de Calificaciones Crediticias (*Office of Credit Ratings*), encargada de supervisar las agencias de calificación y de mejorar la regulación, rendición de cuentas y la transparencia de las NRSRO.

Así mismo, la *Office of Credit Ratings* está encargada de realizar un examen anual de cada NRSRO y emitir un informe público que debe resumir las principales conclusiones de la evaluación, identificar las deficiencias materiales, establecer si anteriores recomendaciones de la SEC han sido atendidas, entre otros aspectos. La *Office of Credit Ratings* cuenta con la facultad de imponer sanciones a las agencias calificadoras, con el propósito de evitar que títulos de alto riesgo sean calificados inadecuadamente, como sucedió en la crisis financiera que se originó en 2007.

Una parte fundamental de las nuevas disposiciones de la ley Dodd-Frank, como ya se mencionó, se ocupa de la estructura de las agencias de calificación y, en particular, de las reglas de gobierno corporativo. La ley establece que cada agencia de calificación o NRSRO debe contar con un consejo de administración, del cual al menos la mitad de sus

¹⁶ La ley Dodd-Frank fue firmada por el presidente Barack Obama el 21 de julio de 2010.

miembros deben ser independientes, y cuya función es supervisar la aplicación de los controles internos sobre las políticas y los procedimientos para determinar las calificaciones, así como la compensación y los ascensos dentro de la organización. También es responsable de supervisar la gestión de los conflictos de interés implantando políticas y procedimientos adecuados.

Por otro lado, la ley Dodd-Frank autoriza a la SEC para suspender o revocar el registro de cualquier NRSRO en relación con una clase particular de valores, si se determina que la organización carece de suficientes recursos financieros o de gestión para producir constantemente calificaciones con integridad. Para tomar esta determinación, previa notificación y audiencia, la SEC debe considerar si la agencia de calificación ha gestionado calificaciones satisfactorias durante un lapso más o menos amplio.

Además de las reglas ya mencionadas, la ley Dodd-Frank obliga a la SEC a adoptar nuevas normas relativas a:

- Conflictos de interés relacionados con las ventas y las prácticas comerciales.

- “*Look-backs*”, cuando los analistas de crédito abandonan una NRSRO y se vinculan a otra.

- Divulgación de estadísticas de rendimiento.

- Aplicación y divulgación de metodologías de calificación crediticia.

- Formulario de divulgación de los datos y los supuestos que subyacen a las calificaciones crediticias, entre otras.

- *Due diligence* en el caso de terceros para valores con garantía.

- Estándares de capacitación de analistas y pruebas.

- Aplicación coherente de símbolos de clasificación y definiciones.

- Divulgación específica y adicional para las calificaciones relacionadas con los productos ABS¹⁷.

Por último, la ley Dodd-Frank obliga a cada agencia federal a revisar la manera en que sus regulaciones existentes se apoyan en calificaciones crediticias como evaluación de la solvencia de las entidades supervisadas¹⁸.

¹⁷ Asset-backed securities - ABS: término genérico para denominar los productos financieros estructurados.

¹⁸ *United States Securities and Exchange Commission, Credit Rating Agencies* [en línea]. Disponible en <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml> [consulta el 2 de agosto de 2012].

4. CONCEPTO DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

En la legislación colombiana la actividad de calificación, que hasta antes de la vigencia de la ley 964 de 2005 se circunscribía a la mera calificación de valores y hoy comprende la calificación de riesgos derivados de otras actividades, no está definida como tal. Simplemente se faculta a las sociedades calificadoras, que deben establecer en su objeto social si su actividad se contrae al desarrollo de las actividades relacionadas con la calificación de valores o, en general, para calificar riesgos y, de conformidad con ello, acompañar su denominación social de la expresión “calificadora de valores” o “calificadora de riesgos”¹⁹, según se trate.

De acuerdo con el artículo 2.22.1.1.2 del decreto 2555 de 2010, la calificación de valores o de riesgos que se emita debe ser el resultado de “[...] estudios, análisis y evaluaciones que concluyan con una opinión o dictamen profesional, de naturaleza institucional, debe ser técnico, especializado, independiente, de conocimiento público y constar por escrito”. En la misma disposición se establece que el objeto de las calificadoras es la calificación de valores o de riesgos “[...] relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público”.

Así pues, la calificación supone la emisión de una opinión, juicio, dictamen o estimación profesional e institucional por una entidad habilitada conforme a las normas vigentes, sobre la solvencia o capacidad de pago oportuna de las obligaciones a cargo del calificado, el impacto de los riesgos que esté asumiendo o la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros²⁰.

¹⁹ Parágrafo del art. 2.22.1.1.2 del decr. 2555 de 2010, conforme al cual “Las sociedades calificadoras de riesgo deberán agregar a su denominación social la expresión «calificadora de valores» y «calificadora de riesgos»”.

²⁰ Dispone el decr. 2555 de 2010 lo siguiente:

“(Art. 2.3.1.6. Resolución 400 de 1995, modificado por el decr. 1076 de 2007 y por el art. 2º del decr. 1350 de 2008). *Alcance de la calificación*. Los dictámenes u opiniones técnicas que emitan las sociedades calificadoras en desarrollo de su actividad, constituyen una estimación razonable de la capacidad de pago de las obligaciones a cargo del calificado, o del impacto de los riesgos que está asumiendo el calificado o de la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros, según sea el caso.

”Todas las calificaciones deberán señalar expresamente que la calificación otorgada no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor y que en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado”.

Lo anterior significa que las calificadoras, a la luz de la legislación colombiana, pueden calificar la solvencia de un emisor como contraparte; su capacidad para atender el pago de un valor, una deuda o una obligación; de cumplir oportunamente con los flujos futuros estimados en proyectos de inversión; de pagar los siniestros en el caso de una compañía de seguros, así como la habilidad para administrar portafolios de inversión colectiva y, en general, el impacto de los riesgos asumidos por el calificado, relacionados “[...] con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público”.

Dicha labor de calificación supone para la calificadora realizar un análisis prospectivo de la información del calificado, con miras precisamente a emitir una opinión sobre cualquiera de los aspectos señalados, según sea el encargo de calificación que reciba, sin que en ningún caso su dictamen u opinión pueda contener recomendaciones de inversión o desinversión, o pueda confundirse con ello, ni constituir una asesoría para la adopción de decisiones en esta materia²¹. Aún más, en el documento técnico que contenga la opinión de la calificadora debe expresamente hacerse mención al hecho “[...] que la calificación otorgada no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor [...]” (decr. 2555 de 2010, art. 2.22.1.1.5). Tampoco la calificación contiene una opinión o dictamen sobre el precio o valor del instrumento objeto de calificación, su comportamiento y evolución pasada, presente o futura, ni considera su rentabilidad o liquidez²². De hecho, la calificación

²¹ En concepto 2004006596-1 de fecha 2 de abril de 2004 la entonces Superintendencia de Valores expuso al respecto lo siguiente:

“[...] En la información sobre cualquier calificación deberá advertirse de manera destacada que la misma *no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni implica una garantía de pago del título* sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente” (resaltado extra textual).

En complemento de lo anterior, es de advertir que la información relativa a la valoración realizada por las sociedades calificadoras no implica recomendación al público para comprar, vender o mantener un valor ni se constituye en garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. En ese sentido, es a la persona interesada en realizar determinada inversión a quien incumbe analizar las características del negocio en particular y decidir si asume o no los riesgos de la operación” [en línea]. Disponible en <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/doctrinas2004/bancainvestitsocied012.htm>

²² Es de anotar que el art. 286 de la Ley del Mercado de Valores del Perú (decr.-leg. 861 de 1996), dentro de los criterios que se deben tener en cuenta para la clasificación de un valor, contempla su liquidez.

no se refiere a aspectos tales como la liquidez del mercado, el precio de un valor o su volatilidad, aspectos fundamentales al momento de adoptar una decisión de inversión²³.

Ahora bien, como opinión que es, la calificación no garantiza el efectivo cumplimiento de las obligaciones por parte del calificado, ni que la calificación otorgada se va a mantener o que los análisis prospectivos se van a cumplir. Es simplemente una herramienta de la que el mercado y el público en general pueden disponer como información adicional para adoptar sus decisiones de inversión o desinversión, que de ninguna manera debe confundirse con una recomendación o una asesoría en materia de inversión.

En el derecho comparado la actividad de calificación se define básicamente bajo la perspectiva de la calificación crediticia, sin perjuicio que se habilite a las sociedades o agencias de calificadoras o clasificadoras, como también se les suele denominar, para realizar actividades auxiliares o complementarias, en tanto no pugnen o entren en conflicto con la actividad de calificación crediticia.

Así, en el ámbito de la comunidad europea se define la calificación crediticia como “un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero, o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación [...]”, y la agencia de calificación crediticia como la “[...] persona jurídica cuya ocupación incluya la emisión de calificaciones crediticias con carácter profesional [...]”²⁴.

Es claro que la liquidez y la rentabilidad de un valor son criterios que no se consideran tratándose de la calificación de la capacidad de pago de un emisor. En el caso de las calificaciones de fondos de inversión o portafolios inmobiliarios sí se analiza el comportamiento pasado, al igual que la volatilidad de la rentabilidad y sus implicaciones en el nivel de riesgo, al igual que la liquidez del calificado, desde varias perspectivas.

²³ En el considerando 20 del Reglamento (CE) núm. 1060 de 2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, se indica que “(20) Los informes de inversiones, las recomendaciones en materia de inversión y otras opiniones acerca de un valor o del precio de un instrumento u obligación financiera no deben considerarse calificaciones crediticias”.

²⁴ Art. 3º, num. 1 del Reglamento (CE) núm. 1060 de 2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia

Además de las agencias de calificación, en el derecho comunitario se regulan las agencias de calificación externa (ECAI), encargadas de emitir calificaciones externas de crédito, para determinar la ponderación de riesgo de una exposición y, con fundamento en ello, establecer el cumplimiento de los requisitos mínimos de capital aplicables al riesgo de crédito. Las entidades de crédito, a los fines mencionados, pueden emplear el método estándar, previsto en los artículos 78 a 83 de la Directiva 48 de 2006²⁵ de la Comunidad Europea, “relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición)”, o, si así lo permiten las autoridades conforme a los artículos 84 a 89 de la misma, utilizar el método basado en calificaciones internas (método IRB). El método estándar se funda en la aplicación de las evaluaciones de crédito emitidas por las agencias de calificación externas, de forma que, “A la hora de calcular las exposiciones ponderadas por riesgo, a todas las exposiciones se aplicarán ponderaciones por riesgo, a menos que se deduzcan de los fondos propios de conformidad con lo dispuesto en la parte 1 del anexo vi. La aplicación de las ponderaciones por riesgo se basará en la categoría de exposición a la cual se asigne la exposición y, en la medida especificada en la parte 1 del anexo vi, en su calidad crediticia. La calidad crediticia podrá determinarse por referencia a las evaluaciones de crédito de Agencias de Calificación Externa (ECAI), de conformidad con lo dispuesto en los artículos 81 a 83, o a las evaluaciones de crédito de agencias de crédito a la exportación, contempladas en la parte 1 del anexo vi” (art. 80 *ibidem*). Como resulta apenas natural, las normas comunitarias prevén que las entidades de crédito solo pueden utilizar evaluaciones de crédito de ECAI que hayan sido reconocidas como elegibles.

Por su parte, la Ley de Reforma de Estados Unidos de 2006²⁶, relativa a las agencias de calificación crediticia, en su Sección 3^a define la calificación crediticia como la evaluación de la solvencia de un emisor como entidad o con respecto a determinados valores o instrumentos del mercado monetario²⁷. Seguidamente establece que agencia de

[en línea]. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=O-J:L:2009:302:0001:0031:ES:PDF>.

²⁵ Parlamento Europeo. Directiva 48 de 2006 [en línea]. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0048>

²⁶ Credit Rating Agency Reform Act of 2006 [en línea]. Disponible en <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>

²⁷ “The term ‘credit rating’ means an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments”.

calificación crediticia es cualquier persona que a) emite calificaciones crediticias en Internet o mediante otra forma de fácil acceso, gratuitamente o a cambio de una remuneración razonable, pero sin que en tal concepto se incluya una compañía de información de crédito comercial; b) utilizando modelos cuantitativos o cualitativos, o ambos, para emitir las calificaciones crediticias, y c) que recibe honorarios ya sea de emisores, inversionistas u otros participantes del mercado, o una combinación de los anteriores”²⁸.

En Latinoamérica, la Ley del Mercado de Valores de México de 2005²⁹, al reservar para las instituciones calificadoras de valores, como así las denomina, la actividad de calificación, la describe como aquella que tiene por objeto “la prestación habitual y profesional del servicio consistente en el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación sobre la calidad crediticia de valores [...]”³⁰.

En Chile, la ley 18.045 del Mercado de Valores de 1981³¹ establece que el objeto de las sociedades clasificadoras de riesgo es la clasificación

²⁸ “The term credit rating agency means any person— (A) engaged in the business of issuing credit ratings on the Internet or through another readily accessible means, for free or for a reasonable fee, but does not include a commercial credit reporting company;

(B) employing either a quantitative or qualitative model, or both, to determine credit ratings; and

(C) receiving fees from either issuers, investors, or other market participants, or a combination thereof”.

²⁹ Ley del Mercado de Valores de México [en línea]. Disponible en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lmv.htm> [Consulta: 3 de julio de 2016].

³⁰ “Art. 334.—Las actividades que tengan por objeto la prestación habitual y profesional del servicio consistente en el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación sobre la calidad crediticia de valores, estarán reservadas a las instituciones calificadoras de valores.

”Para organizarse y operar como institución calificadora de valores se requiere autorización de la Comisión, previo acuerdo de su junta de gobierno. Dicha autorización se otorgará a las sociedades anónimas organizadas de conformidad con las disposiciones especiales que se contienen en el presente ordenamiento legal y, en lo no previsto por este, en lo dispuesto en la Ley General de Sociedades Mercantiles. Por su naturaleza, estas autorizaciones serán intransmisibles” [en línea]. Disponible en <http://www.cnbv.gob.mx/Paginas/NORMATIVIDAD.aspx>

³¹ Estados Unidos de México. Ley 18045 [en línea]. Disponible en http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-806_doc_pdf.pdf [consulta: 7 de julio de 2016].

de valores de oferta pública, al tiempo que las habilita para realizar, adicionalmente, “[...]las actividades complementarias que autorice la Superintendencia...” (art. 71).

En Perú, el Reglamento de las Empresas Clasificadoras de Riesgo, contenido en la resolución 74 de 1998³², emitida por la entonces Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores del Perú - Conasev³³, establece que “La clasificación de riesgo de un valor representativo de deuda es una opinión, expresada en categorías, respecto de la posibilidad y riesgo relativo de la capacidad e intención de un emisor de cumplir con las obligaciones asumidas en las condiciones y plazos convenidos en el contrato de emisión”. Y agrega que “La clasificación de riesgo de valores y de personas jurídicas se efectuará de acuerdo con las metodologías que la clasificadora ponga a disposición del público en el registro para tal fin”.

Por su parte, el artículo 269 de la Ley del Mercado de Valores (decr.-leg. 861 de 1996) dispone que la empresa clasificadora de riesgo es aquella persona jurídica que tiene “[...] por objeto exclusivo categorizar valores, pudiendo realizar actividades complementarias de acuerdo a las disposiciones de carácter general que establezca Conasev”³⁴.

³² Superintendencia del Mercado de Valores del Perú. “Reglamento de empresas clasificadoras de riesgo, *Resolución CONASEV N° 0074-1998*, publicado el 25 de abril de 1998, [en línea]. Disponible en http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_0074199800000&CTEXTO=

³³ Cabe anotar que por medio de la ley 29.782 de 2011 se sustituyó la denominación de Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) por la de Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Así dispone el art. 1° de dicha ley: “Cambio de denominación. Sustitúyese la denominación de Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) por la de Superintendencia del Mercado de Valores” [en línea]. Disponible en [http://www2.congreso.gob.pe/Sicr/TraDocEstProc/Contdoc01_2011.nsf/d99575da99ebf305256f2e006d1cf0/753aed3e04ee5dee05257a0700507448/\\$FILE/29782.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/Sicr/TraDocEstProc/Contdoc01_2011.nsf/d99575da99ebf305256f2e006d1cf0/753aed3e04ee5dee05257a0700507448/$FILE/29782.pdf)

³⁴ El art. 6° del Reglamento de las Empresas Clasificadoras de Riesgo (res. 74 de 1998 de la Conasev), modificado por el art. 1° de la RSMV 002 de 2013, establece que “Se consideran dentro de las actividades complementarias de las clasificadoras, las siguientes: a) la clasificación de personas jurídicas; b) la difusión permanente de su actividad; c) la publicación de las clasificaciones que realice con sus respectivos fundamentos, y d) otras actividades complementarias, siempre que previamente se solicite la autorización correspondiente a la Intendencia General de Supervisión de Conductas de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Dichas actividades complementarias deberán encontrarse relacionadas con el giro de la empresa y las actividades propias de esta, y no debe constituirse en la principal fuente generadora de sus ingresos. ([...])”.

Para IOSCO, una calificación crediticia típicamente es una opinión de una agencia calificadoras sobre la probabilidad de un emisor de pagar oportunamente una deuda o una obligación financiera o sus deudas en general³⁵. “Las agencias de calificación crediticia proporcionan calificaciones crediticias para distintos tipos de deuda y obligaciones financieras, incluyendo, por ejemplo, préstamos privados, valores de deuda comercializados en forma pública o privada, acciones preferenciales y otros valores que ofrecen una tasa de rentabilidad fija o variable”³⁶.

La ley 26.702 establece que todas las empresas del sector financiero que capten fondos del público deben contar con la clasificación de al menos dos calificadoras de riesgo, por lo menos cada seis meses (art. 136).

Del mismo modo, las empresas de seguros deben someterse a un régimen de clasificación de riesgo por parte de empresas calificadoras independientes, cuando menos semestralmente, a fin de evaluar las obligaciones que tengan con sus asegurados (art. 296). República del Perú [en línea]. Disponible en: http://www.sbs.gob.pe/repositorioaps/0/0/ger/regu_leygralbanseguro/LeyGeneral.pdf [Consulta: 3 de julio de 2016]

Por su parte, las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos calificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Asimismo, deben clasificarse los valores representativos de deuda cuando sean objeto de oferta pública secundaria. En los demás casos, la clasificación de riesgo es facultativa. Conasev, mediante disposiciones de carácter general, podrá establecer excepciones a la obligación antes señalada, o que la misma se limite a contratar los servicios de una sola calificadora. (ley 27.649, art. 86).

Para desarrollar actividades complementarias se debe solicitar autorización a la Superintendencia del Mercado de Valores, con indicación de la información exigida por esta.

República del Perú. *Ley del mercado de valores* [en línea]. Disponible en: <http://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores.pdf>

³⁵ *The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, “Report on The Activities of Credit Rating Agencies”* [en línea]. Disponible en: www.fsa.go.jp/inter/ios/20030930/05.pdf [Consulta: 3 de julio de 2016] “A credit rating, typically, is a CRA’s opinion of how likely an issuer is to repay, in a timely fashion, a particular debt or financial obligation, or its debts generally”.

³⁶ *Credit Rating Agencies the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, “Code of Conduct Fundamentals”* [en línea]. Disponible en <http://www.cmvm.pt/CMVM/Cooperacao%20Internacional/Docs%20Iosco/Documents/CodCondutaIOSCOCRA.pdf> [consulta: 3 de julio de 2016] “CRAs typically provide credit ratings for different types of debts and financial obligations — including, for example, private loans, publicly and privately traded debt securities, preferred shares and other securities that offer a fixed or variable rate of return”.

5. LA CALIFICACIÓN COMO ACTIVIDAD DEL MERCADO DE VALORES

Aun cuando la ampliación de las actividades autorizadas a las calificadoras y la utilización de las calificaciones a diversos fines permite concluir que hoy en día las opiniones que estas sociedades emiten tienen como destinatarios, además de los inversionistas del mercado de valores, a clientes y usuarios de los mercados crediticios y asegurador, así como a distintas autoridades, no debe perderse de vista que el mercado en el que tradicionalmente han desarrollado su actividad y en el que más ampliamente o por lo menos con mayor difusión lo hacen es en el de valores, más si se tiene en cuenta la exigencia legal para ciertos emisores de calificar sus valores antes de su ofrecimiento al mercado. No en vano, con anterioridad a la expedición de la ley 964 de 2005, se les denominaba sociedades calificadoras de valores, y, como lo demuestra la legislación de otros países, tradicionalmente su actividad se ha desenvuelto en el ámbito de la calificación de valores.

Así que lo que el artículo 3° de la ley 964 de 2005 (letra g) hace es reconocer, normativamente, que la calificación es una actividad del mercado de valores y que, por lo tanto, las sociedades calificadoras participan de él. Además del cambio de denominación que introdujo, que sin duda alguna permitió que la regulación que en desarrollo de la ley marco se ha ido expidiendo ampliara el campo de actividad de estas sociedades a distintos riesgos no necesariamente asociados con la emisión de valores, como antes acontecía.

Pero los efectos de tal reconocimiento no se quedan allí. En primer lugar, es en las actividades del mercado de valores, así como en las demás contempladas en la ley 964 de 2005, donde el gobierno nacional puede ejercer su intervención por medio de normas de carácter general, acorde con los objetivos y criterios definidos en el artículo 1° de la misma³⁷. De esta manera, la regulación aplicable a la actividad de

³⁷ Art. 1° de la ley 964 de 2005:

“*Objetivos y criterios de la intervención.* El gobierno nacional ejercerá la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, con sujeción a los siguientes objetivos y criterios:

”a) Objetivos de la intervención:

”1. Proteger los derechos de los inversionistas.

”2. Promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores.

”3. Prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores.

”4. Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo.

calificación de riesgos; la determinación de las actividades adicionales a las previstas en las normas vigentes; las reglas de organización y funcionamiento de las calificadoras; las normas de conducta; las reglas de divulgación de información y demás aspectos relacionados con el ejercicio de tal actividad pueden ser definidos por el gobierno nacional, con sujeción a la ley marco del mercado de valores (ley 964 de 2005, art. 4°).

En segundo lugar, en tanto las entidades que realicen cualquiera de las actividades del mercado de valores están sujetas a supervisión estatal³⁸, dicho reconocimiento reitera la sujeción de las calificadoras a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia. Recuérdese que desde la expedición de la ley 45 de 1990

”b) Criterios de la intervención:

”1. Que se promueva el desarrollo y la democratización del mercado de valores, así como su conocimiento por parte del público.

”2. Que la regulación y la supervisión del mercado de valores se ajusten a las innovaciones tecnológicas y faciliten el desarrollo de nuevos productos y servicios dentro del marco establecido en la presente ley.

”3. Que las normas y los procedimientos sean ágiles, flexibles y claros, y que las decisiones administrativas sean adoptadas en tiempos razonables y con las menores cargas administrativas posibles.

”4. Que los costos de la supervisión y la disciplina del mercado de valores sean eficiente y equitativamente asignados, y que las cargas que se impongan a los participantes del mercado sean consideradas, teniendo en cuenta, en la medida de lo posible, la comparación entre el beneficio y el costo de las mismas.

”5. Que se evite impedir o restringir la competencia.

”6. Que se dé prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor, o si alguna actividad es de aquellas que requieran autorización o registro y, en general, cuando expida normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas.

”7. Que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta.

”8. Que se garantice que las operaciones realizadas en el mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación.

”9. Que se propenda porque en la regulación y la supervisión se eviten los arbitrajes, procurando que exista uniformidad en las normas que se expidan”.

³⁸ Ley 964 de 2005, art. 3° “[...] *Parágrafo 1°*. Las entidades que realicen cualquiera de las actividades señaladas en el presente artículo, estarán sujetas a la supervisión del Estado. ([...])”.

(art. 89³⁹) las calificadoras se sometieron a la inspección y vigilancia del Estado, inicialmente por parte de la entonces Comisión Nacional de Valores (luego Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera de Colombia)⁴⁰.

De forma que, conforme a nuestra legislación, para el ejercicio de dicha actividad necesariamente se debe constituir en el país una sociedad anónima mercantil⁴¹, según las reglas previstas para las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia. Ello implica la obligación de obtener una autorización previa y expresa para la constitución de la entidad, al igual que para el ejercicio de la actividad, y su inscripción en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores - SIMEV, específicamente en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores⁴², en todos los casos

³⁹ Ley 45 de 1990:

“Art. 89.—*Sociedades de calificación de valores y de los fondos de garantías.* Corresponderá a la Comisión Nacional de Valores ejercer, en los términos previstos para las bolsas de valores y las sociedades comisionistas de bolsa la inspección y vigilancia sobre las sociedades cuyo objeto sea la calificación de valores y los fondos de garantías que de acuerdo con las disposiciones de la Comisión Nacional de Valores se constituyan en el mercado público de valores”.

⁴⁰ Decr. 4327 de 2005, incorporado en el decr. 2555 de 2010.

⁴¹ Conforme al par. 2º del art. 3º de la ley 964 de 2005: “Únicamente las entidades constituidas o que se constituyan en Colombia podrán realizar las actividades del mercado de valores a que se refiere el presente artículo, salvo las previstas en los literales a) e i), casos en los cuales no será necesario constituir una sociedad en el país. / Lo previsto en el presente párrafo se entiende sin perjuicio de la promoción de servicios a través de oficinas de representación o contratos de corresponsalía, conforme a lo dispuesto en las normas pertinentes”.

Las actividades previstas en las letras a) e i) de dicho art. 3º son: a) la emisión y la oferta de valores, y b) el suministro de información al mercado de valores, que incluye el acopio y procesamiento de la misma.

A su turno, el art. 2.22.1.1.2 del decr. 2555 de 2010 dispone que “Las sociedades calificadoras de riesgos son *sociedades anónimas* cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público. ([...])”. (Se destaca)

⁴² De acuerdo con el art. 5.3.1.1.1 del decr. 2555 de 2010, “[...]Deberán inscribirse en el RNAMV, las entidades señaladas en el numeral 1 del párrafo 3º del artículo 75 de la ley 964 de 2005, las personas que realicen actividades de intermediación en el mercado de valores, los fondos mutuos de inversión sometidos al control de la Superintendencia Financiera de Colombia, así como aquellas que desarrollen la actividad de suministro de información al mercado de valores, los organismos de autorregulación y las entidades que administren sistemas de registro de operaciones sobre valores”.

por parte de dicho supervisor. No cabe duda de que no obstante que el artículo 2.22.1.1.1 del decreto 2555 de 2010 dispone que “Solamente podrán ejercer la actividad de calificación de valores o de riesgos en el mercado de valores las personas jurídicas que hayan obtenido el respectivo permiso de funcionamiento por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia y se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV”, otras normas, como se verá más adelante en este capítulo, sujetan a las calificadoras al mismo régimen de constitución y ejercicio de la actividad previsto para las demás entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, y no simplemente a la obtención de un permiso que para funcionar debía tramitarse una vez constituida la entidad, luego de lo cual procedía su inscripción en un registro, tal como acontecía en el régimen anterior.

6. RESERVA DE ACTIVIDAD

La actividad de calificación de valores y de riesgos legalmente está reservada a las calificadoras de riesgo. Varios artículos consagran la prohibición para desarrollar dicha actividad por personas distintas de las calificadoras de riesgo autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

En efecto, el artículo 2.22.1.1.1 del decreto 2555 de 2010 establece que solo las personas jurídicas que hayan obtenido la respectiva habilitación por la Superintendencia Financiera y se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV, pueden ejercer la actividad de calificación de valores o de riesgos en el mercado de valores⁴³.

Igualmente, el art. 2.22.1.1.2 del mismo decreto otorga con exclusividad a las sociedades calificadoras de riesgo la función de calificar

Dentro de las entidades relacionadas en el parg. 3º del art. 75 de la ley 964 de 2005 están las “sociedades calificadoras de valores”, así expresamente incluidas, a pesar de que en el art. 3º ya se hace referencia a la calificación de riesgos.

⁴³ Art. 2.22.1.1.1 del decr. 2555 de 2010 (art. 2.3.1.1 res. 400 de 1995, modificado por el decr. 1076 de 2007 y por el art. 1º del decr. 1350 de 2008). Personas que pueden realizar la calificación de riesgos.

“Solamente podrán ejercer la actividad de calificación de valores o de riesgos en el mercado de valores las personas jurídicas que hayan obtenido el respectivo permiso de funcionamiento por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia y se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV. ([...])”.

“[...] valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público”⁴⁴.

En concordancia con estas normas, el artículo 53, numeral 2 del EOSF dispone que “Quienes se propongan adelantar operaciones propias de las instituciones cuya inspección y vigilancia corresponde a la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) deberán constituir una de tales entidades, previo el cumplimiento de los requisitos que se establecen en el presente capítulo, y obtener el respectivo certificado de autorización”.

La razón de esta reserva, evidenciada aún más con ocasión de las crisis recientes acaecidas en los mercados de valores internacionales, se encuentra en la necesidad de “Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo”, así como en proteger a los inversionistas, conforme a los objetivos de la regulación que propone IOSCO⁴⁵, los cuales recoge el artículo 1º de la ley 964 de 2005.

En el caso de la crisis financiera de Estados Unidos, parte importante de la responsabilidad por la misma fue atribuida a la conducta de las agencias calificadoras, a quienes se les ha cuestionado la forma en que aseguraron la calidad, independencia, procedimientos, metodología y

⁴⁴ Art. 2.22.1.1.2 del decr. 2555 de 2010 (art. 2.3.1.2 res. 400 de 1995, modificado por el decr. 1076 de 2007), “*Objeto social*. Las sociedades calificadoras de riesgos son sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.

”Las calificaciones se realizarán mediante estudios, análisis y evaluaciones que concluyan con una opinión o dictamen profesional, de naturaleza institucional, el cual deberá ser técnico, especializado, independiente, de conocimiento público y constar por escrito.

”*Parágrafo*. Las sociedades calificadoras de riesgos deberán agregar a su denominación social la expresión «calificadora de valores» y «calificadora de riesgos».

”Ninguna sociedad diferente a las sociedades calificadoras de riesgo podrá anunciarse, incluir en su denominación social o utilizar en cualquier forma la expresión «calificadora de valores» o «calificadora de riesgos»”.

⁴⁵ *Objectives and Principles of Securities Regulation*, septiembre de 1998. IOSCO considera que “the three core objectives of securities regulation are: The protection of investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; the reduction of systemic risk” [en línea]. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [Consulta: 3 de julio de 2016].

objetividad de sus calificaciones, en particular con los productos estructurados. A este respecto, en el Informe Final de la Comisión Nacional sobre las Causas de la Crisis Financiera y Económica se concluyó que “las fallas de las agencias calificadoras de crédito fueron el engranaje esencial que disparó el movimiento de la rueda de la destrucción financiera” y que “las tres agencias calificadoras de crédito fueron las facilitadoras clave de la disolución financiera”⁴⁶.

Al respecto, en el primero de los considerandos del Reglamento (CE) 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia se encuentra un pronunciamiento sobre la importancia de establecer exigencias para el funcionamiento de las calificadoras, en los siguientes términos:

“Las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel importante en los mercados de valores y en los mercados bancarios internacionales, pues los inversores, los prestatarios, los emisores y las administraciones públicas utilizan las calificaciones crediticias que otorgan como uno de los elementos para adoptar decisiones fundadas en los ámbitos de inversión y de financiación. Las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros, las empresas de reaseguro, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y los fondos de pensiones de empleo pueden utilizar dichas calificaciones crediticias como referencia para calcular sus necesidades de capital a efectos de solvencia o para calcular los riesgos derivados de su actividad de inversión. En consecuencia, las calificaciones crediticias influyen significativamente en el funcionamiento de los mercados y en la confianza de los inversores y los consumidores. Es esencial, por ello, que las actividades de las agencias de calificación crediticia se lleven a cabo con arreglo a los principios de integridad, transparencia, responsabilidad y de buena gobernanza a fin de que las calificaciones crediticias resultantes que se utilicen en la Comunidad sean independientes, objetivas y de adecuada calidad”.

Por todo ello, es indudable que permitir el ejercicio de la actividad de calificación por personas respecto de las cuales no haya una previa verificación en cuanto a lo adecuado de la infraestructura administrativa y técnica dispuesta para su desarrollo, así como sobre la responsabilidad, idoneidad, carácter, conocimiento, independencia y experiencia

⁴⁶ CURTIS C. VERSCHOOR, “*Agencias calificadoras. ¿Regular o no regular?*” [en línea]. Disponible en <http://www.ccpm.org.mx/veritas/julio2012/imagenes/Agencias%20calificadoras%20%20Regular%20o%20no%20regular.pdf>

del personal vinculado a tal actividad, puede afectar desfavorablemente la calidad de las calificaciones.

La independencia, imparcialidad, objetividad, profesionalidad, credibilidad, transparencia y responsabilidad son cualidades que deben reunir las calificaciones y que generalmente no se alcanzan sino a partir de esquemas de regulación y supervisión adecuados.

De ahí que nuestra legislación, al tiempo que restringe el desarrollo de la actividad de calificación a quienes hayan obtenido la correspondiente autorización estatal para constituir una de tales entidades, se ocupa de detallar los requisitos que, adicionales a los previstos para la generalidad de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, deben acreditar estas sociedades, no solo en relación con la entidad en sí misma sino, tanto o más importante aún, respecto de sus accionistas, administradores, empleados y demás personal vinculado a la calificadora. A ello nos referiremos más adelante en este capítulo.

7. UTILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Quien emite valores con destino al mercado posee más y mejor información de la que generalmente tiene o a la que accede el inversionista, quien la requiere como medio para evaluar la adquisición o negociación de un valor, así como su precio. De ahí que los esfuerzos de los reguladores y supervisores se orientan en buena parte a cubrir esas fallas en materia informativa, mediante medidas encaminadas, cuando quien posee el manejo de la información es el proveedor de los bienes negociables en el mercado, a exigir la revelación de información clara, oportuna, suficiente y fidedigna sobre toda situación o hecho relacionado con él o con la emisión, tanto con anterioridad a esta como durante su vigencia. Esa apertura a la información, desde la perspectiva del emisor, es un costo que tiene el acudir al mercado de valores y para el inversionista es la mínima exigencia que debe tener ese deudor que apela directamente al ahorro del público.

A pesar de estos esfuerzos, la información que los emisores brindan al mercado requiere ser contrastada, revisada, analizada, interpretada y objeto de continuo seguimiento, lo que se dificulta para los inversionistas, en unos casos por la imposibilidad de acceder a información adicional y, en otros, por el costo que ello implica, sin dejar de mencionar el hecho que muchas veces estos carecen del conocimiento y la experiencia necesarias, lo que cobra aún más relevancia en el caso

de algunos productos, cuya complejidad en su estructuración acarrea riesgos de no fácil determinación.

De ahí que entre los emisores y los inversionistas, al margen de las medidas normativas y de supervisión que se adopten, sin duda existe una asimetría informativa, que es precisamente la que las calificadoras contribuyen a reducir, sin que ello signifique que su función deba asimilarse a la que los asesores e intermediarios cumplen en los mercados de valores, quienes en su actividad deben evaluar multiplicidad de factores diversos de los que se consideran a efectos de una calificación.

Las calificadoras actúan como intermediarias de información, en la medida en que requieren información del emisor para emitir sus calificaciones y a partir de análisis históricos y prospectivos de la misma, así como de información adicional de tipo sectorial y macroeconómica, determinan la solvencia del emisor, la probabilidad de pago de un valor o una obligación y, en general, el impacto de los riesgos asumidos por el calificado, lo cual reflejan en unas escalas estandarizadas de menor a mayor riesgo, que permite a los mercados obtener información que puede ser determinante para definir su disposición de suministrar unos fondos, así como el costo de la financiación, el precio del valor y el riesgo que se debe asumir.

De manera pues que las calificadoras satisfacen una necesidad de especial relevancia para los mercados, en cuanto revisan, analizan e interpretan técnica, especializada y profesionalmente, conforme a unas metodologías previamente diseñadas y de manera independiente, imparcial y objetiva, la información necesaria con el fin de entregar su opinión sobre un determinado riesgo, con lo cual, a más de reducir la asimetría informativa entre los emisores y los inversionistas, les facilita a aquellos el acceso al financiamiento y permite al mercado participar en la definición del costo de la financiación, alineando los intereses entre unos y otros. Así contribuyen con un elemento informativo más para una toma de decisiones informada, que sin duda minimiza el costo de seguimiento de los mercados por los inversionistas y mejora la capacidad de reacción de estos en procura de la defensa de sus derechos. Pero, importa aclarar, en manera alguna las calificadoras sustituyen o relevan al inversionista de la debida diligencia en la revisión previa de su inversión.

La Superintendencia Financiera de Colombia, en concepto 200806 7787-001 de 27 de octubre de 2008, considera que la calificación de riesgos ofrece grandes ventajas para el desarrollo del mercado de valores, como las siguientes:

- Facilitar a los inversionistas el diseño de portafolios de inversión balanceados de acuerdo con el riesgo.
- Permitir a los inversionistas involucrar fácilmente el factor riesgo en la toma de decisiones y tener un criterio de comparación del mismo entre alternativas similares de inversión.
- Brindar mayor eficiencia al mercado al permitir fijar la rentabilidad de los títulos en función del riesgo implícito de los mismos.
- Monitoreo permanente sobre los factores que sirvieron de base para emitir las opiniones, que redunde en el permanente seguimiento al calificado, así mismo dichas calificaciones permiten contar con opiniones independientes, en razón a las regulaciones establecidas para ejercer dicha actividad.

Ahora bien, en los últimos años no solo se ha extendido el papel de las calificadoras sino que sus calificaciones han venido siendo utilizadas en la regulación financiera con fines ligados al cumplimiento de normas prudenciales y como apoyo en labores de supervisión y control, lo cual ha hecho que la función calificadora comprometa en mayor medida intereses de utilidad general y no solamente los propios del mercado de valores.

Así, por ejemplo, en la comunidad europea el uso de una calificación con fines reglamentarios o de regulación implica que una determinada entidad está obligada a utilizar un *rating* porque así lo exige una norma comunitaria⁴⁷. En la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo⁴⁸, sobre adecuación de capital de servicios de inversión y entidades de crédito, la cual “[...] replica el acuerdo de Basilea II, se permite a las entidades calcular el capital regulatorio usando el método estándar que se basa en la utilización de los *ratings* emitidos por agencias reconocidas como External Credits Assessment Institutions (ECAI) por los supervisores bancarios.

⁴⁷De una forma más limitada, en la Directiva 2006/73/CE de implementación de la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de

⁴⁷ RAQUEL GARCÍA ALCUBILLA y FRANCISCO JAVIER RUIZ DEL POZO, “Agencias de *rating*: análisis de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo”, en *Boletín Trimestral II* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores Español, 2009, pág. 127.

⁴⁸ Parlamento Europeo y Consejo. *Directiva 2006/49 Sobre la adecuación de capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición)* [en línea]. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0201:0255:es:PDF> [Consulta: 3 de julio de 2016]

instrumentos financieros, cuyo artículo 18.2 considera que un instrumento del mercado monetario es de alta calidad cuando haya obtenido la máxima calificación crediticia por las agencias que lo hayan calificado”⁴⁹.

En el caso colombiano son múltiples los ejemplos que ilustran el uso de las calificaciones para fines distintos del suministro de información a los inversionistas y, en general, a los mercados, como herramienta adicional para la toma de sus decisiones de inversión o desinversión⁵⁰. Veamos algunos de ellos:

- Para la ponderación de los créditos otorgados a entidades territoriales, a efectos del cálculo de la relación de solvencia, el artículo 2.1.1.3.6 del decreto 2555 de 2010⁵¹ permite que dicha ponderación pueda hacerse en función de la calificación otorgada a la deuda por

⁴⁹ *Ibidem*, pág. 128.

⁵⁰ Sobre estándares internacionales relacionados con el fortalecimiento de los administradores de activos y el rol de las agencias de calificación, se puede consultar “*Good Practices on Reducing Reliance on CRAs in Asset Management*”, Final Report, IOSCO, June 2015. *The International Organization of Securities Commissions* website www.iosco.org

⁵¹ Art. 2.1.1.3.6 (art. 2° del decr. 2540 de 2001).—“*Ponderación de las operaciones en función de la calificación de riesgo*. Las operaciones celebradas con entidades territoriales también podrán ser ponderadas en función de la calificación de riesgo otorgada por las sociedades calificadoras autorizadas para operar en Colombia, de acuerdo con los porcentajes establecidos en las siguientes tablas:

”DE CORTO PLAZO:

| | | | | | |
|----------------------------|-----|-----|------|------|-----------|
| ”Calificación de deuda | 1 | 2 | 3 | 4 | Menor a 4 |
| ”Porcentaje de ponderación | 90% | 95% | 100% | 120% | 130% |

”DE LARGO PLAZO:

| | | | | | | |
|----------------------------|-----|-----|------|------|------|------|
| ”Calificación de deuda | AAA | AA | A | BBB | BB | B |
| ”Porcentaje de ponderación | 90% | 95% | 100% | 110% | 120% | 130% |

”Las calificaciones para el corto plazo y el largo plazo son independientes entre sí. Los signos de más (+) o menos (-) que se adicionen a las calificaciones no afectan las categorías de ponderación.

”La ponderación se establece con base en las categorías de calificación autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

”*Parágrafo 1°*. Transcurridos seis (6) meses desde la fecha en que la Superintendencia Financiera de Colombia otorgue certificado de autorización a tres o más sociedades calificadoras, las operaciones con entes territoriales podrán ser ponderadas conforme a los porcentajes fijados, siempre y cuando estos cuenten con dos (2) calificaciones independientes.

una sociedad calificadora autorizada para operar en Colombia, con fundamento en las categorías de calificación establecidas.

• Para efectos del cómputo de los límites de crédito, el artículo 2.1.2.1.4 del decreto 2555 de 2010⁵² prevé como admisible la garantía personal otorgada por personas jurídicas que tengan en circulación en el mercado de valores papeles no avalados que hayan sido calificados como de “primera clase por empresas calificadoras de valores debidamente inscritas en la Superintendencia Financiera de Colombia”, sin que en ningún caso con esta garantía se pueda respaldar obligaciones que representen más del quince por ciento del patrimonio técnico de la acreedora.

”Cuando las entidades territoriales cuenten con dos calificaciones, la ponderación se establecerá con base en la calificación que represente el mayor riesgo.

”Parágrafo 2°. Las operaciones deberán ponderar de acuerdo con la calificación vigente que tenga la entidad territorial, las cuales deberán actualizarse por lo menos en forma anual.

”Parágrafo 3°. Cuando la operación cuente con garantía total o parcial de la Nación, la parte garantizada se considerará como un activo perteneciente a la categoría I en los términos del artículo 2.1.1.1.9 del presente decreto”.

⁵² Art. 2.1.2.1.4 del decr. 2555 de 2010 (art. 4° del decr. 2360 de 1993). “Clases de garantías o seguridades admisibles.

”Las siguientes clases de garantías o seguridades siempre que cumplan las características generales indicadas en el artículo anterior, se considerarán como admisibles:

”a) Contratos de hipoteca;

”b) Contratos de prenda, con o sin tenencia y los bonos de prenda;

”c) (Adicionado. Decr. 686 de 1999, art. 1°) Las garantías otorgadas por el Fondo Nacional de Garantías S. A.

”d) Depósitos de dinero de que trata el artículo 1173 del Código de Comercio;

”e) Pignoración de rentas de la Nación, sus entidades territoriales de todos los órdenes y sus entidades descentralizadas;

”f) Contratos irrevocables de fiducia mercantil de garantía, inclusive aquellos que versen sobre rentas derivadas de contratos de concesión;

”g) Aportes a cooperativas en los términos del artículo 49 de la ley 79 de 1988;

”h) La garantía personal de personas jurídicas que tengan en circulación en el mercado de valores papeles no avalados calificados como de primera clase por empresas calificadoras de valores debidamente inscritas en la Superintendencia Financiera de Colombia. Sin embargo, con esta garantía no se podrá respaldar obligaciones que representen más del quince por ciento (15%) del patrimonio técnico de la institución acreedora. ([...])”.

i) (Literal adicionado por el art. 1° del decr. 466 de 2016). Las garantías mobiliarias que se constituyan de acuerdo con lo establecido en la ley 1676 de 2013 [...].”

- Para ampliar la capacidad de otorgamiento de crédito de un establecimiento de crédito, hasta un treinta o un cuarenta por ciento de su patrimonio técnico, según el caso, cuando quiera que la operación esté garantizada con una carta de crédito *stand by* expedida por una entidad financiera del exterior cuya deuda de largo plazo tenga una calificación igual o superior a A o A2 (decr. 2555 de 2010, art. 2.1.2.1.9⁵³). En relación con esta previsión, la Superintendencia Financiera de Colombia, en la Circular Básica Contable y Financiera, dispone que la carta de crédito *stand by* se considera garantía idónea cuando, además de ser irrevocable y pagadera a su sola presentación, su emisor tenga calificada su deuda de largo plazo con grado de inversión por una sociedad calificadora que esté autorizada por dicha Superintendencia o por una sociedad calificadora reconocida internacionalmente, según sea el caso (num. ii), letra d) del numeral 1.3.2.3.1 (etapa de otorgamiento del capítulo II de la citada circular 100).

- Para establecer la condición de admisibles de inversiones que se pretenda realizar con recursos de los fondos de pensiones obligatorias (en el régimen de ahorro individual con solidaridad), de los fondos de cesantía y con las reservas técnicas de las entidades aseguradoras y las sociedades de capitalización (arts. 2.6.12.1.2., 2.6.12.1.3, 2.31.3.1.2 y 2.31.3.1.3 del decr. 2555 de 2010).

- Para elegir el custodio en el exterior a quien entregar en depósito y custodia los títulos de emisores del exterior o nacionales que se adquieran y vayan a permanecer en el extranjero, quienes, entre otras condiciones, deben acreditar una calificación en grado de inversión (art. 2.6.12.1.20 *ibidem*⁵⁴).

⁵³ Decr. 2555 de 2010, art. 2.1.2.1.9 (decr. 2360 de 1993, art. 9º modificado por el decr. 1201 de 2000, art. 1º y por el decr. 1360 de 2005). Límites especiales. Las operaciones de crédito cuyo pago se garantice con una carta de crédito *stand-by* expedida por una entidad financiera del exterior, podrán alcanzar hasta el cuarenta por ciento del patrimonio técnico del respectivo establecimiento de crédito. Si la entidad financiera del exterior que otorga la carta de crédito *stand-by* es matriz o subordinada del establecimiento de crédito, las operaciones de crédito solamente podrán alcanzar hasta el treinta por ciento de dicho patrimonio.

”Para efectos del límite a que se hace mención en el inciso anterior, la respectiva carta de crédito *stand-by* deberá cumplir con las siguientes características:

”a) Ser expedida por una entidad financiera del exterior cuya calificación de largo plazo más reciente, con base en los índices que determine la Superintendencia Financiera de Colombia, sea igual o superior a A o A2. La Superintendencia Financiera de Colombia determinará la forma de acreditar la calificación; ([...])”.

⁵⁴ “[...] Las inversiones en títulos de emisores del exterior o nacionales que se adquieran y permanezcan en el extranjero y que por su naturaleza sean susceptibles de ser

- Para determinar el total de activos ponderados por riesgo y su clasificación, el artículo 2.8.1.1.10 del decreto 2555 de 2010 vincula un mayor grado de calificación a una mejor calidad del activo. Así, por ejemplo, los títulos o valores se podrán clasificar como activos de alta seguridad y liquidez en tanto “[...] el nivel de calificación de la emisión sea equivalente a «alto» para los títulos o valores de corto, de mediano y largo plazo, de acuerdo con las escalas que establezca la Superintendencia Financiera de Colombia para la calificación de valores”.

- Para definir el valor que se debe ponderar de los títulos derivados de procesos de titularización por su nivel de riesgo crediticio, el artículo 2.1.1.3.4 del decreto 2555 dispone que se “[...] clasificarán de acuerdo con la calificación de una agencia calificadoras de riesgo autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia”, conforme a la ponderación que allí se incluye.

- Para la evaluación de la capacidad de pago de un deudor o del proyecto que se quiere financiar y la posterior clasificación y calificación del riesgo del crédito que a este se otorgue, la Circular Básica Contable y Financiera, expedida por la Superintendencia Financiera, exige que la entidad prestamista evalúe, a más de la información proveniente del propio deudor, las variables económicas que puedan llegar a afectar el negocio y, por ende, la capacidad de repago del crédito, así como su historia financiera y crediticia con el sector y la información de las calificadoras

custodiados también podrán mantenerse en depósito y custodia en bancos extranjeros, instituciones constituidas en el exterior que presten servicios de custodia o en instituciones de depósito y custodia de valores constituidas en el exterior que tengan como giro exclusivo el servicio de custodia, siempre y cuando cumplan las siguientes condiciones:

”a. Tener una experiencia mínima de cinco (5) años en servicios de custodia;

”b. Tratándose de bancos extranjeros o instituciones constituidas en el exterior que presten servicios de custodia, estos deben estar calificados como grado de inversión;

”c. La entidad de custodia se encuentre regulada y supervisada en el Estado en el cual se encuentre constituida, y

”d. En los contratos de custodia, se haya establecido:

”i. La obligación del custodio extranjero de remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia, cuando esta la solicite, en la forma prevista en el contrato de custodia o en el celebrado con el depositante directo, las posiciones mantenidas en las cuentas de custodia de cada uno de los tipos de fondos o portafolios y los movimientos de las mismas o, la obligación para que el custodio le permita a la Superintendencia Financiera de Colombia el acceso directo a través de medios informáticos a las cuentas de custodia.

”ii. Que el custodio no puede prestar los activos de los tipos de fondo o de los portafolios ni usar los mismos para liquidar deudas que tenga con la AFP. ([...])”.

de riesgo, contenida en las calificaciones que estas otorguen (lit. b del num. 1.3.2.3.1 del capítulo II de la circular externa 100 de 1995, expedida por dicha Superintendencia).

- Para la contratación de nuevo endeudamiento por los departamentos, distritos y municipios de categorías especiales, el artículo 16 de la ley 819 de 2003⁵⁵ requiere la presentación de una evaluación elaborada por una calificadora de riesgos, que acredite su capacidad de contraer crédito.

- Para la celebración de operaciones de crédito público, interno o externo, por las entidades descentralizadas del orden nacional, a un plazo mayor a un año, con el fin de atender gastos diferentes a inversión, se requiere contar con una calificación de riesgo de cierto nivel, emitida por una calificadora nacional o internacional, según se trate de crédito interno o externo (art. 2.2.2.2.2. del decr. 1068 de 2015, adicionado por el decr. 2339 del mismo año).

- Para establecer los activos financieros en los cuales pueden invertir sus excedentes de liquidez las entidades estatales y territoriales, la ley 819 de 2003⁵⁶ y los decretos 1525 de 2008, 4471 de 2008, 2805 de 2009, 4686 de 2010, 4866 de 2011, 1468 de 2012, 600 de 2013, 1117 de 2013 y 2463 de 2014, compilados en el decreto 1068 de 2015, “decreto único reglamentario del sector hacienda y crédito público”, establecen la obligatoriedad de contar con calificaciones de cierto nivel en relación con los valores de contenido crediticio en los cuales pueden invertir la entidad depositaria de sus recursos en cuenta corriente, de ahorros o a término; el agente o agentes a quienes pueden

⁵⁵ Ley 819 de 2003, art. 16. “*Calificación de las entidades territoriales como sujetos de crédito*. Sin perjuicio de lo establecido en los artículos anteriores, y de las disposiciones contenidas en las normas de endeudamiento territorial, para la contratación de nuevos créditos por parte de los departamentos, distritos y municipios de categorías especial, 1 y 2 será requisito la presentación de una evaluación elaborada por una calificadora de riesgos, vigiladas [sic] por la Superintendencia en la que se acredita la capacidad de contraer el nuevo endeudamiento”.

⁵⁶ Ley 819 de 2003, art. 17. “*Colocación de excedentes de liquidez*. Las entidades territoriales deberán invertir sus excedentes transitorios de liquidez en títulos de deuda pública interna de la Nación o en títulos que cuenten con una alta calificación de riesgo crediticio o que sean depositados en entidades financieras calificadas como de bajo riesgo crediticio. / *Parágrafo*. Las entidades territoriales podrán seguir colocando sus excedentes de liquidez en institutos de fomento y desarrollo mientras estos últimos obtienen la calificación de bajo riesgo crediticio, para lo cual tendrán un plazo de un (1) año a partir de la vigencia de la presente ley”.

encargar la administración delegada de sus recursos⁵⁷, y el Instituto de Fomento y Desarrollo en el cual las entidades territoriales y entidades descentralizadas pueden mantener depositados sus recursos, que de no alcanzar determinada calificación en la fecha prefijada debe desmontar las operaciones activas y pasivas realizadas con recursos provenientes de estas entidades⁵⁸.

⁵⁷ Decr. 648 de 2001, art. 3º: “*Criterios para la selección de los agentes*. Para la selección de los agentes a que se refiere el numeral 1 del artículo 2º de este decreto se tendrá en consideración, como mínimo, lo siguiente:

”a) Que dichos agentes se encuentren legalmente facultados para realizar la administración de dichos recursos;

”b) Que dichos agentes estén específicamente calificados en la actividad de administración de recursos o de fondos por al menos una firma calificadora debidamente autorizada;

”c) Que las calificaciones superen los mínimos establecidos en las políticas promulgadas por la respectiva entidad, en cumplimiento de lo previsto en el presente decreto.

”*Parágrafo*. Cuando se entreguen recursos en administración, las entidades deberán determinar las políticas, parámetros y criterios para el manejo de los recursos por parte del contratista administrador, incluida la obligatoriedad para este último de realizar las operaciones a través de sistemas transaccionales y/o mecanismos de subasta, con sujeción a lo establecido en el presente decreto; así como evaluar la conveniencia por parte de la entidad de contratar una auditoría externa”.

⁵⁸ Decr. 1468 de 2012, art. 1º: “Modifícase el artículo 49 del decreto 1525 de 2008 el cual quedará así:

”«Artículo 49. En desarrollo de lo dispuesto en el artículo 17 de la ley 819 de 2003, las entidades a que hace referencia el presente capítulo deberán invertir sus excedentes de liquidez, así:

”»i) En títulos de tesorería (TES) Clase “B”, tasa fija o indexados a la UVR, del mercado primario directamente ante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional o en el mercado secundario en condiciones de mercado, y

”»ii) En certificados de depósitos a término, depósitos en cuenta corriente, de ahorros o a término en condiciones de mercado en establecimientos bancarios vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia o en entidades con regímenes especiales contemplados en la parte décima del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

”»*Parágrafo 1º*. Para efectos de las inversiones a que hace referencia el numeral ii) en lo concerniente a los establecimientos bancarios, dichos establecimientos deberán contar con la siguiente calificación de riesgo, según el plazo de la inversión, así:

”»a) Para inversiones con plazo igual o inferior a un (1) año, el establecimiento bancario deberá contar con una calificación vigente correspondiente a la máxima categoría para el corto plazo, de acuerdo con las escalas usadas por las sociedades calificadoras que la otorgan y contar como mínimo con la segunda mejor calificación vigente para el largo plazo utilizada por las respectivas sociedades;

Otros muchos ejemplos se pueden traer a colación, pero los anteriores con suficiencia ilustran la utilización que a distintos fines se viene dando

»b) Para inversiones con plazo superior a un (1) año, el establecimiento bancario deberá contar con la segunda mejor calificación vigente para el largo plazo, según la escala utilizada por las sociedades calificadoras y la máxima calificación para el corto plazo de acuerdo con la escala utilizada para este plazo.

»Parágrafo 2°. Respecto a los actos y contratos que impliquen de cualquier manera el depósito, la disposición, adquisición, manejo, custodia, administración de dinero, de títulos y en general de valores celebrados por las entidades territoriales y sus descentralizadas, se aplicarán como mínimo los parámetros establecidos en el artículo 15 del presente decreto, en todo caso el régimen de inversión previsto para las entidades territoriales y sus entidades descentralizadas será el previsto en el presente capítulo.

»Parágrafo 3°. Las sociedades fiduciarias que administren o manejen recursos públicos vinculados a contratos estatales y/o excedentes de liquidez de las entidades territoriales y sus descentralizadas a través de fiducia pública deben sujetarse a lo previsto en el inciso único y los parágrafos 1° y 2° del presente artículo. Cuando dichas sociedades administren excedentes de liquidez de las entidades territoriales y sus descentralizadas, deberán además contar con la segunda mejor calificación vigente en fortaleza o calidad en la administración de portafolio según la escala de la sociedad calificadora que la otorga y que la misma esté vigente.

»Igualmente, las entidades territoriales y sus descentralizadas, podrán invertir los recursos a que se refiere el presente parágrafo, en carteras colectivas del mercado monetario o abiertas sin pacto de permanencia, en ambos casos siempre y cuando la sociedad fiduciaria administradora de las mismas, cuente con la calificación prevista en el presente parágrafo y cumpla, como administrador de la cartera colectiva, con el régimen de inversión previsto en el inciso único y el parágrafo 1° del presente artículo.

»Parágrafo 4°. En cuanto a la colocación de excedentes de liquidez por parte de las entidades de que trata el presente artículo en los institutos de fomento y desarrollo, dichas entidades podrán mantener sus excedentes de liquidez en los mencionados institutos, siempre y cuando dichas entidades demuestren que tienen la calificación de bajo riesgo crediticio conforme lo establece el parágrafo del artículo 17 de la ley 819 de 2003, la cual debe ser de por lo menos la segunda mejor calificación para el largo plazo y la segunda mejor calificación para el corto plazo, de acuerdo con las escalas usadas por las sociedades calificadoras las cuales deberán estar vigentes. En aquellos casos en los cuales dichas entidades no tengan las calificaciones previstas, podrán continuar administrando los excedentes de liquidez, no obstante deberán efectuar revisión de sus calificaciones con una periodicidad no superior a 180 días, como resultado de la misma, deberán mantener o mejorar la calificación vigente y en todo caso a más tardar el 31 de marzo de 2013 deberán obtener la calificación provista para el corto y largo plazo, en los términos previstos en el presente decreto.

»Parágrafo 5°. Cuando los institutos de fomento y desarrollo, por efecto de la revisión de la calificación de riesgo de corto o largo plazo, disminuyan la calificación vigente por debajo de las calificaciones mínimas a que se refiere el parágrafo 4° de este artículo,

a las calificaciones otorgadas por las sociedades calificadoras, de forma que sus destinatarios también son, en parte fundamental, las propias autoridades, quienes, como se vio, se sirven de ellas para establecer el cumplimiento de distintas normas, en sus labores de supervisión y control, y para efectos del otorgamiento de variadas autorizaciones. Ello ha llevado a algunos a considerar que las calificadoras, dado su papel actual y la incidencia e importancia de sus opiniones, se han transformado en un bien público⁵⁹. Pero al mismo tiempo, ante la crisis financiera reciente, los reguladores vienen promoviendo la revisión de las regulaciones existentes que se apoyan en calificaciones como forma de acreditar normas de solvencia.

pero se mantengan dentro del grado de inversión en ambos plazos, de acuerdo con las escalas utilizadas por las sociedades calificadoras, deberán abstenerse de ser depositarios de nuevos recursos de los que trata el presente decreto, hasta que se realice la siguiente revisión de su calificación y esta sea al menos igual a la calificación otorgada para ambos plazos antes de la disminución. Si en la siguiente revisión no se alcanza al menos la calificación otorgada para ambos plazos antes de la disminución, el representante legal del respectivo instituto deberá, dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a la notificación de la calificación, presentar ante el Ministerio de Hacienda y Crédito Público un plan de desmonte de las operaciones activas y pasivas perfeccionadas con dichos recursos. Dicho desmonte no deberá superar un (1) año.

”Cuando los institutos de fomento y desarrollo, por efecto de la revisión de la calificación de riesgo de corto o de largo plazo, disminuyan la calificación vigente pasando a grado de especulación, de acuerdo con las escalas usadas por las sociedades calificadoras, deberán abstenerse de seguir siendo depositarios de recursos de que trata el presente decreto. En este evento, el representante legal del respectivo instituto deberá, dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a la notificación de la calificación, presentar ante el Ministerio de Hacienda y Crédito Público un plan de desmonte de las operaciones activas y pasivas perfeccionadas con dichos recursos. Dicho desmonte no deberá superar un (1) año.

”Parágrafo 6°. Si llegado el 31 de marzo de 2013, los institutos de Fomento y Desarrollo no logran, al menos la segunda mejor calificación del corto o largo plazo de conformidad con lo dispuesto en el parágrafo 4° de este artículo, no podrán seguir siendo depositarios de los recursos de que trata el presente decreto”.

”En este evento, el representante legal del respectivo instituto deberá, dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a la fecha anteriormente señalada, presentar ante el Ministerio de Hacienda y Crédito Público un plan de desmonte de las operaciones activas y pasivas perfeccionadas con dichos recursos.

”Dicho desmonte no deberá superar un (1) año”.

⁵⁹ Gavras Panayotis, “Calificaciones en juego”, en *Finanzas y Desarrollo*, marzo de 2012. Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2012/03/pdf/gavras.pdf> [consulta: 3 de julio de 2016].

Tal el caso de la Ley Dodd-Frank, que además de eliminar referencias normativas expresas a los *ratings*, requirió a las agencias federales para que revisen las regulaciones dictadas por cada una de ellas, que prevean el uso de una evaluación de la capacidad crediticia de un título o de un instrumento del mercado monetario, o que consagren cualquier referencia o requerimiento normativo acerca de una calificación, con el propósito de eliminarlo o sustituirlo por la alternativa que cada agencia regulatoria considere más apropiada (sec. 939).

En el mismo sentido, la Unión Europea no solo ha instado a sus autoridades para que eliminen las referencias a las calificaciones crediticias en sus directrices, recomendaciones y proyectos de normas técnicas, “cuando esas referencias puedan dar lugar a que las autoridades competentes, las autoridades sectoriales competentes, las entidades a que se hace referencia en el artículo 4, apartado 1, párrafo primero, u otros participantes en los mercados de servicios financieros dependan de forma exclusiva o automática de las calificaciones crediticias”, sino que asumido el compromiso de continuar revisando dichas referencias, “con vistas a suprimir, a más tardar el 1 de enero de 2020, todas las referencias a las calificaciones crediticias que figuren en el Derecho de la Unión con fines reglamentarios, a condición de que se determinen y apliquen alternativas adecuadas para la evaluación del riesgo de crédito” (num. 6 del Reglamento (UE) núm. 462 de 2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060 de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia)⁶⁰.

⁶⁰ Parlamento Europeo y Consejo. “Reglamento (UE) N° 462/2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia”. [en línea]. Disponible en http://app.bde.es/clf_www/leyes.jsp?id=125330&idart=125330&fc=05-06-2014 [consulta: 3 de julio de 2016].

Así se motivó en los considerandos 8 y 9 del Reglamento (UE) núm. 462/2013 dicha disposición:

“(8) A medio plazo, debe evaluarse la posibilidad de suprimir de la regulación financiera las referencias a las calificaciones crediticias con fines reglamentarios y de eliminar la ponderación de riesgos de los activos mediante las calificaciones crediticias. ([...]) A diferencia de los informes de inversiones, las calificaciones crediticias no son simplemente opiniones acerca del valor o el precio de un instrumento financiero o una obligación financiera, y las agencias de calificación crediticia no son meros analistas financieros o asesores en materia de inversiones. Las calificaciones crediticias tienen valor reglamentario para los inversores regulados, como las entidades de crédito, las empresas de seguros y otros inversores institucionales. Aunque se están reduciendo los incentivos para depender en exceso de las calificaciones crediticias, estas siguen orien-

8. REQUISITOS DE ACCESO A LA ACTIVIDAD Y DE EJERCICIO

A) *Requisitos para actuar como sociedad calificadora de valores o de riesgos en Colombia*

El uso y utilidad que a las calificaciones se ha dado no solo en los mercados de valores sino a fines adicionales, además de su influencia y su relación con la administración y aprovechamiento de recursos captados del público, explican no solo la necesaria intervención estatal a efectos de la constitución de una calificadora, sino la importancia de su adecuada regulación y la supervisión de sus actividades.

En Colombia, como acontece en la mayoría de los países, la actividad de calificación solo puede ser ejercida previa autorización del Estado: “Dentro del marco constitucional y legal antes citado, es claro para la Sala que las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del público, son de interés público, y solo pueden ser realizadas previa autorización del Estado, por instituciones sujetas a un régimen reglado, las que, precisamente, gozan de habilitación para ejercer tales actividades, siempre que se sujeten al cumplimiento de especiales requisitos en materia de constitución y funcionamiento”⁶¹.

Para desarrollar la actividad de calificación de valores o de riesgos debe previamente constituirse la sociedad calificadora de conformidad

tando las decisiones de inversión, en particular debido a la asimetría de la información y con fines de eficiencia. En este contexto, las agencias de calificación crediticia deben ser independientes y ser percibidas como tales por los participantes en el mercado, y sus métodos de calificación deben ser transparentes y ser percibidos como tales.

”(9) Debe reducirse la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias y eliminarse gradualmente todos los efectos automáticos derivados de las calificaciones crediticias. Debe incitarse a las entidades de crédito y a las empresas de inversión a que pongan en marcha procedimientos internos que les permitan llevar a cabo ellas mismas su propia evaluación del riesgo de crédito, y a los inversores a que lleven a cabo un ejercicio de debida diligencia. En este contexto, el presente Reglamento establece que las entidades financieras no deben depender de forma exclusiva o automática de las calificaciones crediticias. Por consiguiente, dichas entidades deben evitar celebrar contratos en aquellos casos en los que dependan de forma exclusiva o automática de calificaciones crediticias, así como utilizarlas en contratos como único parámetro para evaluar la solvencia de las inversiones o decidir si invertir o desinvertir”.

⁶¹ Consejo de Estado, expediente con radicado núm. R11001-03-27-000-2008-00009-00(17022), M. P. William Giraldo Giraldo.

con lo previsto en las normas que con carácter general rigen a estos efectos para las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, art. 53) e inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV).

El artículo 22 de la ley 964 de 2005, modificado por el artículo 89 de la ley 1328 de 2009, dispone que a efectos de la constitución de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la entonces Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia), entre ellas las sociedades calificadoras de valores o de riesgos, se debe aplicar el artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, “[...] siempre que no sea contrario a las disposiciones especiales sobre la materia [...]”.

A su vez, los artículos 5.3.1.1.2 y 5.3.1.1.3 del decreto 2555 de 2010, al regular la inscripción en el RNAMV, se refieren al cumplimiento por parte de las sociedades calificadoras de los requisitos previstos en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero para la constitución y la obtención del correspondiente certificado de autorización.

“Artículo 5.3.1.1.2 (art. 1.1.3.2. res. 400 de 1995 adicionado por el art. 1º del decr. 3139 de 2006, modificado por el art. 5º del decr. 1243 de 2013). Autorización de la inscripción.

”La autorización de la inscripción de las entidades que sean autorizadas para ejercer la actividad de custodia de valores y de la entidades señaladas en el numeral 1 del parágrafo 3º del artículo 75 de la ley 964 de 2005⁶² en el RNAMV, se impartirá en el mismo acto administrativo

⁶² Ley 964 de 2005, art. 75, num. 1 del parg. 3º:

“Alcance, derogatorias e interpretación. ([...])

”Parágrafo 3º. Para los efectos de la presente ley se entenderá por:

”1. Entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores. Las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales y sus miembros, las bolsas de futuros y opciones y sus miembros, las sociedades que realicen la compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros; las sociedades comisionistas de bolsa, los comisionistas independientes de valores, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores, las sociedades calificadoras de valores, las sociedades titularizadoras, los fondos mutuos de inversión que a 31 de diciembre de cada año, registren activos iguales o superiores a cuatro mil (4.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes a la fecha del respectivo corte, los fondos de garantía que se constituyan en el mercado público de valores, las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores, las cámaras de riesgo central de contraparte, las

en el que se expida el certificado de autorización de que trata el numeral 7 del artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero o de las normas que lo modifiquen, sustituyan o adicionen.

”Los requisitos acreditados en las actuaciones de constitución y expedición del certificado de autorización por parte de las entidades señaladas en el numeral 1 del parágrafo 3° del artículo 75 de la ley 964 de 2005, se entenderán cumplidos automáticamente como requisitos generales para su inscripción en el RNAMV”.

“Artículo 5.3.1.1.4 (art. 1.1.3.4 de la res. 400 de 1995 adicionado por el art. 1° del decr. 3139 de 2006). Requisitos especiales de inscripción para las sociedades calificadoras de valores.

”Además de los requisitos exigidos para su constitución en el artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, quien pretenda inscribirse como sociedad calificadora de valores deberá cumplir los siguientes requisitos de carácter especial: [...]”.

En concordancia con tales disposiciones debe interpretarse el artículo 2.22.1.1.1 del decreto 2555 de 2010, según el cual: “Solamente podrán ejercer la actividad de calificación de valores o de riesgos en el mercado de valores las personas jurídicas que hayan obtenido el respectivo permiso de funcionamiento por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia y se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV [...]”.

Así las cosas, quienes se propongan ejercer la actividad de calificación de valores o de riesgos deben, como lo establece el artículo 53 (num. 2) del citado Estatuto Orgánico, constituir una sociedad calificadora, previo el cumplimiento de los requisitos que allí se consagran, obtener el respectivo certificado de autorización e inscribir la sociedad en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores.

En cuanto hace a la constitución, por tratarse de un tema común para las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia

entidades que administren sistemas de negociación y registro de divisas y las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas.

”El gobierno nacional, mediante normas de carácter general, podrá someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores a los intermediarios de valores que se anuncien al público como prestadores de servicios en el mercado de valores y/o los ofrezcan al público. Igualmente, el gobierno nacional, mediante normas de carácter general, podrá someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores a las personas que realicen las actividades a que se refiere el artículo 3° de la presente ley, salvo que se encuentren sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria. ([...])”.

Financiera de Colombia, basta anotar que para las sociedades calificadoras no se ha establecido un capital mínimo que se deba acreditar, ni el gobierno nacional ha hecho uso de la atribución que le concede el artículo 75 de la ley 964 de 2005, “[...] de fijar por una sola vez el capital mínimo de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores, cuando dicho capital no esté determinado por la ley”.

Por lo tanto, las exigencias que en esta materia se han hecho apuntan a que la futura sociedad cuente con la infraestructura, los medios y los recursos humanos y técnicos requeridos para desarrollar adecuadamente el objeto social, lo cual debe reflejarse en un aporte de capital suficiente, que ha de ser en dinero⁶³.

En cuanto se refiere a la inscripción en el RNAMV, los siguientes son los requisitos de carácter especial que se deben cumplir:

- Acreditar una infraestructura administrativa y técnica adecuada para desarrollar la actividad de calificación de valores en forma objetiva, profesional e independiente.

- Prever en los estatutos sociales la existencia de un comité técnico, al cual le corresponde estudiar y aprobar las calificaciones, sin perjuicio de que pueda contar con la opinión técnica especializada de personal asesor en determinados temas. Este comité técnico debe estar integrado por personas independientes e idóneas, de acuerdo con lo establecido en el artículo 44 de la ley 964 de 2005 y en la resolución 2167 de 2006, expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia⁶⁴.

- Enviar la relación de empleados, funcionarios o personas vinculados a la sociedad calificadora, dedicados y responsables de la emisión de las calificaciones, “con indicación de nombres y apellidos, documento de identidad, cargos que ocupan, domicilio, títulos profesionales y experiencia laboral, así como vínculos de dichas personas con otras entidades que actúen en el mercado de valores y desarrollen las actividades a que se refiere el artículo 3º de la ley 964 de 2005, en especial los intermediarios de valores inscritos en el RNAMV y las sociedades emisoras de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE o cuyas emisiones se hayan registrado en el mismo” (decr. 2555 de 2010, art. 5.3.1.1.4).

⁶³ Art. 81 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, aplicable en virtud de la remisión consagrada en el art. 22 de la ley 964 de 2005, en su texto modificado por el art. 83 de la ley 1328 de 2009.

⁶⁴ La resolución 2167 de 2006 fue modificada en la letra b) del art. 3º por la res. 678 de 2011, expedida por la misma Superintendencia.

- Acreditar que la sociedad, sus administradores, representantes legales, empleados o sus accionistas no son beneficiarios reales del tres por ciento o más del capital de un emisor de valores; una sociedad comisionista de bolsa; una sociedad comisionista independiente de valores; un corredor de valores; un establecimiento de crédito; una sociedad fiduciaria; una administradora de fondos de inversión; una administradora de fondos de cesantía; una administradora de fondos de pensiones; o tienen el carácter de revisor fiscal de una o varias de las sociedades inscritas en el RNVE y en el RNAMV; o la condición de administrador, representante legal o empleado de alguna de las personas antes mencionadas. Igualmente se debe acreditar que ninguna de las entidades antes referidas es beneficiaria real de cualquier parte del capital de la sociedad calificadora cuya inscripción se solicita (decr. 2555 de 2010, art. 5.3.1.1.5). No podrá ser inscrita como calificadora de valores o de riesgos la sociedad que se encuentra en cualquiera de las situaciones referidas.

- Indicar los vínculos que los beneficiarios reales del capital de la sociedad calificadora tienen con entidades que actúen en el mercado de valores o desarrollen actividades del mercado de valores, en los términos del artículo 3° de la ley 964 de 2005, en particular, con intermediarios de valores y con sociedades emisoras de valores inscritas en el RNVE.

- Acompañar el reglamento de funcionamiento de la sociedad calificadora, en el cual se debe establecer, por lo menos, las fuentes de información para la actividad de calificación, las reglas para asegurar la imparcialidad de la calificadora y los procedimientos para evitar la divulgación de información reservada.

- Enviar las metodologías o procedimientos técnicos de calificación, los cuales no se aprueban por la Superintendencia Financiera de Colombia, ni forman parte del RNAMV (decr. 2555 de 2010, arts. 2.22.1.1.1 y 5.3.1.1.4).

- Informar la política general establecida por la sociedad calificadora respecto al cobro de tarifas y en relación con su divulgación al público.

B) Requisitos exigidos en otros países para desarrollar la actividad de calificación

En general la regulación de los países de América Latina condiciona el ejercicio de la actividad de calificación a la previa autorización de la entidad de supervisión y a la inscripción en el registro administrativo

que esta lleva. A estos efectos la actividad de la autoridad se endereza a verificar el cumplimiento de los requisitos exigidos en la ley, entre otros, dos que se deben resaltar: establecer que se cuenta con la idoneidad, experiencia y conocimientos para el adecuado ejercicio de la actividad de calificación y que ninguno de los socios, administradores, empleados, ni la sociedad misma, se encuentra en alguna situación que impida calificar con independencia, imparcialidad y objetividad.

La normativa mexicana, por ejemplo, exige que las sociedades calificadoras de valores sean autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores —CNBV—, previo acuerdo de su Junta de Gobierno. Dicha autorización se otorga solo a las sociedades anónimas que se organicen de conformidad con las disposiciones especiales de la Ley del Mercado de Valores y, en lo no previsto en esta, de la Ley General de Sociedades Mercantiles. Dada su naturaleza, estas autorizaciones son intransmisibles⁶⁵.

Para obtener dicha autorización es necesario: presentar un proyecto de estatutos de una sociedad anónima; relacionar y suministrar información acerca de los socios, los posibles administradores y principales directivos de la sociedad; presentar un programa general de funcionamiento; acompañar los manuales internos con la descripción del proceso de calificación (escala, nomenclaturas e interpretación) y las políticas y medios de divulgación al público de los dictámenes, calificaciones, análisis emitidos y modificaciones; allegar un proyecto de código de conducta de la sociedad, así como de los consejeros y demás directivos involucrados en el proceso de calificación, que se ajuste a estándares internacionales, y la demás información y documentación que la CNBV, en relación con los requisitos anteriores, “requiera mediante disposiciones de carácter general, previo acuerdo de su Junta de Gobierno”⁶⁶.

Por su parte, la ley de valores chilena dispone que para que una agencia clasificadora pueda desempeñarse como tal debe inscribirse en el Registro de Entidades Clasificadoras de Riesgo, con el lleno de los requisitos establecidos en esta ley y en las normas de carácter general que al respecto dicte la Superintendencia de Valores y Seguros⁶⁷. Es de

⁶⁵ Ley del Mercado de Valores de México, art. 334 [en línea] Disponible en <http://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Ley%20del%20Mercado%20de%20Valores.doc> [consulta: 3 de julio de 2016].

⁶⁶ *Ibidem*. Artículo 335.

⁶⁷ Ley del Mercado de Valores de Chile, art. 71 [en línea]. Disponible en http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/ley%2018045_dic2011.pdf

anotar que el 6 de marzo de 2014 la Superintendencia expidió la Norma de Carácter General número 361, dirigida a todas las clasificadoras de riesgo, mediante la cual reguló lo relativo a “[...] la inscripción de las sociedades que clasificarán el riesgo de los valores de oferta pública, los requisitos que deberán cumplir sus socios principales, los representantes de aquellos, administradores y las personas a quienes se encargue la dirección de una clasificación determinada, y el contenido mínimo que deberá tener la reglamentación interna de la clasificadora de riesgo”⁶⁸.

En Chile, las clasificadoras deben establecerse como sociedades de personas y tener un objeto social exclusivo, circunscrito a la clasificación de los valores sujetos a oferta pública y demás actividades complementarias que les autorice desarrollar la Superintendencia. El capital de la sociedad debe ser, como mínimo, propiedad de los socios principales en un sesenta por ciento, y su patrimonio no puede ser inferior al equivalente a 5000 unidades de fomento (arts. 71 y 72 de la ley 18.045 de 1981, Ley de Mercado de Valores chilena).

En Perú, para desarrollar la actividad de una empresa clasificadora de riesgo se debe obtener la autorización para su organización y funcionamiento por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores y se debe solicitar y obtener la inscripción en el Registro. De esa manera queda sometida a la inspección y control de dicha autoridad (art. 271 de la Ley del Mercado de Valores – decr.-leg. 861 de 1996⁶⁹).

La empresa clasificadora puede integrarse bajo cualquiera de los tipos societarios que contemple la Ley de Sociedades Peruana y debe contar con un capital de 400.000 soles, totalmente pagado al momento de iniciar operaciones (arts. 270 y 272 *ibidem*).

En la Unión Europea, a efectos de que las agencias de calificación crediticia puedan emitir las calificaciones de que trata el artículo 2º del Reglamento (CE) 1060 de 2009, deben solicitar su inscripción en el registro que al efecto se lleva, el cual es único para toda la Comunidad; parte de la existencia de un punto de entrada de las solicitudes, luego de lo cual se informa a todas las autoridades de los Estados miembro para su discusión, y establece a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) como responsable exclusiva del registro y supervisión de las

⁶⁸ Norma de carácter general núm. 361 de 2014 [en línea]. Disponible en http://www.svs.cl/normativa/ngc_361_2014.pdf [consulta: 3 de julio de 2016].

⁶⁹ República del Perú. *Decreto legislativo 861 de 1996. Ley del Mercado de Valores*, art. 271 [en línea] Disponible en <http://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores.pdf> [consulta: 3 de julio de 2016].

agencias de calificación crediticia, sin perjuicio de que las autoridades nacionales competentes participen “en la toma de decisiones en el seno de la AEVM, de conformidad con el Reglamento (UE) número 1095 de 2010, actuando como miembros de órganos de la AEVM, como su Junta de Supervisores o sus paneles internos de la AEVM” (Reglamento (UE) 513 de 2011, considerando 6, modificatorio del reglamento 1060).

Dispone el artículo 14 del Reglamento 1060 que para solicitar el registro se debe ser persona jurídica establecida en la Unión y que el mismo será procedente si se llega a la conclusión, “[...] basándose en el examen de la solicitud, de que la agencia de calificación crediticia cumple las condiciones para la emisión de calificaciones crediticias establecidas en el presente Reglamento, teniendo en cuenta los artículos 4 y 6”⁷⁰.

En el caso de agencias de calificación crediticia de un país diferente a la Unión Europea (tercer país), que hayan emitido calificaciones referidas a entidades establecidas o a instrumentos financieros emitidos en terceros países, para efectos de que puedan utilizarse en la Unión Europea, sin ser refrendadas, es necesario, entre otros requisitos, que la agencia de calificación crediticia se certifique, proceso que debe cumplirse conforme a las reglas dispuestas al efecto por el Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea.

Finalmente, en Estados Unidos para ser tratado como agencia calificadora de estadística reconocida nacionalmente (NRSRO) debe registrarse ante la SEC y cumplir una serie de requisitos, en los términos de la Ley de Reforma de las Agencias Calificadoras de Crédito de 2006⁷¹.

9. ALCANCE DE LA ACTIVIDAD DE LAS SOCIEDADES CALIFICADORAS DE RIESGO

A) *Actividades principales*

Las sociedades calificadoras solo pueden desarrollar las actividades principales que expresamente les permita la ley que las regie, por cuanto

⁷⁰ Reglamento (CE) 1060 de 2009, art. 4º. Este artículo dispone: “Las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros, las empresas de reaseguros, los fondos de pensiones de empleo, las sociedades de gestión, las sociedades de inversión, los gestores de fondos de inversión alternativos, y las entidades de contrapartida central, solo podrán utilizar con fines reglamentarios calificaciones crediticias que hayan sido emitidas por agencias de calificación crediticia establecidas en la Unión y registradas de conformidad con el presente Reglamento. ([...])”.

⁷¹ Credit Rating Agency Reform Act of 2006.

están sometidas a una normativa especial que se aplica de preferencia a las disposiciones que regulan la creación, formación, funcionamiento, actividades y liquidación de la generalidad de las sociedades anónimas.

Esta preferencia de la normativa especial respecto de la general ha dado lugar a los llamados estatutos especiales, bajo cuya vigencia es claro que solo están autorizadas para desarrollar las actividades previstas en la ley, lo cual las distingue de las sociedades comerciales en general, que pueden desarrollar todas las actividades lícitas que opten por incluir en su objeto social.

En Colombia, como lo enseña el artículo 2.22.1.1.2 del decreto 2555 de 2010, el objeto social de las sociedades calificadoras de riesgo es exclusivo y se contrae a “la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público”.

Ahora bien, dentro de las actividades autorizadas a las sociedades calificadoras de riesgo el artículo 2.22.1.1.3 del citado decreto dispone que están comprendidas, entre otras, las siguientes:

- i) Calificación de emisor o contraparte.
- ii) Calificación de emisión de deuda.
- iii) Calificación sobre la capacidad de cumplir oportunamente con flujos futuros estimados en proyectos de inversión.
- iv) Calificación de riesgos de portafolios de inversión colectiva.
- v) Calificación de capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros.
- vi) Calificación sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros.
- vii) Homologación de calificaciones otorgadas por agencias calificadoras de riesgo o valores extranjeras reconocidas por la Superintendencia Financiera de Colombia, que no cuenten con presencia comercial en Colombia, y solo para aquellos casos en los cuales se acepte la calificación por entidades del exterior.
- viii) Las calificaciones que se exijan mediante normas especiales.
- ix) Las demás que se establezcan en el reglamento de la calificadora (decr. 2555 de 2010, art. 2.22.1.1.3).

Es de anotar que las calificaciones sobre valores las puede emitir la calificadora a solicitud de un emisor o de cualquier interesado. Será el emisor quien la solicite, tratándose de aquellos valores para cuya

inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y la autorización de su oferta pública se requiera allegar la correspondiente calificación, como es el caso de los bonos ordinarios emitidos por entidades diferentes de los establecimientos de crédito o de papeles comerciales, excepto los emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras - Fogafin; los bonos ordinarios o de garantía general emitidos por establecimientos de crédito; los bonos emitidos por entidades públicas, excepto que se trate de Fogafin, y los valores emitidos en desarrollo de un proceso de titularización (decr. 2555 de 2010, art. 2.22.1.1.4).

Adicionalmente, a las calificadoras se les permite realizar estudios económicos, a condición que, en ningún caso, incluyan recomendaciones de inversión o publiquen información privilegiada o reservada (art. 2.22.1.1.7 *ibidem*).

También están habilitadas para prestar servicios de consultoría o asesoramiento, pero solo a calificadoras del extranjero, siempre y cuando, como no podría ser de otra manera, ello no les genere algún conflicto de interés. De la normativa que las rige resulta evidente que su actividad no incluye la formulación de recomendaciones o la prestación de servicios de asesoría, de ahí que el artículo 2.22.1.1.6 del citado decreto 2555 les prohíba “Asesorar, directa o indirectamente, a personas diferentes a calificadoras del extranjero en temas que puedan generar conflictos de interés respecto de la actividad de calificación”, así como “Asesorar, directa o indirectamente, en la toma de decisiones de inversión o especulación”.

Ahora bien, la regulación de otros países se orienta en general en el sentido de restringir la actividad de las calificadoras a la calificación de riesgos, permitiendo el desarrollo de actividades auxiliares o complementarias en tanto no generen conflictos de interés o no afecten la independencia y objetividad requeridas para el desarrollo de la actividad principal.

Así, por ejemplo, la legislación de la Unión Europea considera que “[...] las agencias de calificación crediticia deben centrar su actividad profesional en la emisión de calificaciones crediticias. Las agencias de calificación crediticia no deben estar autorizadas a prestar servicios de consultoría o asesoramiento. En particular, las agencias de calificación no deben efectuar propuestas o recomendaciones sobre la configuración de un instrumento de financiación estructurada. Sin embargo, dichas agencias deben poder prestar servicios auxiliares, siempre que ello

no genere conflictos de intereses con la emisión de calificaciones crediticias”. (Considerando 22 del Reglamento (CE) núm. 1060 de 2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia).

En Chile y en Perú, por su parte, se establece que el objeto social de las calificadoras o clasificadoras es exclusivamente categorizar o clasificar valores, en ambos casos, con la posibilidad de realizar las actividades complementarias que determine la autoridad supervisora (art. 71 de la Ley del Mercado de Valores de Chile y art. 269 de la Ley del Mercado de Valores de Perú).

Ahora bien, el Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Calificación Crediticia⁷², publicado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), en su versión revisada en mayo de 2008 (num. 2.5), recomienda a las agencias de calificación crediticia mantener separados, legal y operativamente, sus negocios de calificación crediticia y sus analistas, incluyendo negocios de consultoría, que puedan generar algún tipo de conflicto de interés. De esta manera, la posibilidad de desarrollar actividades auxiliares solo se advierte posible en cuanto no generen conflictos de interés con la actividad de calificación y en tanto las agencias de calificación crediticia puedan garantizar su desarrollo con procedimientos y mecanismos destinados a minimizar la posibilidad de que tales conflictos nazcan. Sugiere, además, que las calificadoras definan que se considera y que no, un negocio auxiliar y por qué⁷³.

Dada la trascendencia de las calificaciones y la necesidad de preservar la independencia, autonomía, objetividad y transparencia de las calificaciones, como norma común se circunscribe la actividad de las sociedades calificadoras, permitiendo el desarrollo de actividades auxiliares o complementarias con carácter restringido y en tanto no generen conflictos de interés.

⁷² *The Technical Comité of the Internacional Organization of Securities Commissions, “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”* [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf> [consulta: 3 de julio de 2016].

⁷³ *Ibidem*, pág. 7 “A CRA should separate, operationally and legally, its credit rating business and CRA analysts from any other businesses of the CRA, including consulting businesses, that may present a conflict of interest. A CRA should ensure that ancillary business operations which do not necessarily present conflicts of interest with the CRA’s rating business have in place procedures and mechanisms designed to minimize the likelihood that conflicts of interest will arise. A CRA should also define what it considers, and does not consider, to be an ancillary business and why”.

B) *Prohibiciones*

La legislación colombiana prohíbe a las sociedades calificadoras realizar la actividad de calificación cuando quiera que carezcan de independencia. Y carece de independencia la sociedad calificadora no solo cuando ella misma sino, además, cuando sus administradores, miembros del comité técnico, funcionarios de nivel profesional o beneficiarios reales de cualquier parte de su capital, se encuentren en una cualquiera de las siguientes situaciones, detalladas en el artículo 2.22.1.1.9 del decreto 2555 de 2010, o “en cualquier situación que genere un conflicto de interés”:

“1. Tengan o hayan tenido dentro de los doce (12) meses anteriores a la fecha de la calificación el carácter de administradores, asesores o funcionarios del calificado, o hayan desarrollado en el mismo período funciones de revisoría fiscal en el calificado.

”2. Tengan la calidad de beneficiario real de valores emitidos por el calificado o tengan en garantía títulos emitidos por el mismo al momento de la calificación.

”3. Tengan o hayan tenido dentro de los doce (12) meses anteriores a la calificación, el carácter de administradores, funcionarios o beneficiarios reales del tres por ciento o más del capital de la sociedad matriz del emisor, de sus filiales o subordinadas, o de la entidad avalista de los títulos objeto de calificación.

”4. Tengan un contrato de prestación de servicios profesionales o cualquier otro tipo de relación jurídica o comercial susceptible de generar conflictos de interés con el emisor, con su matriz o las subordinadas de esta última, con la entidad avalista de los títulos objeto de calificación, o con los beneficiarios reales del tres por ciento o más del capital de una de estas sociedades.

”5. Hayan intervenido a cualquier título en el diseño, aprobación y colocación del valor objeto de calificación.

”6. Sean beneficiarios reales del diez por ciento o más del capital de sociedades que se encuentren en alguna de las hipótesis previstas en los numerales 1, 2, 3, 4 y 5 del presente artículo.

”7. Reciban cualquier ingreso que supere el cinco por ciento del total de sus ingresos percibidos durante el año inmediatamente anterior al día en que se contrate la respectiva calificación, diferentes a los relacionados con la actividad de calificación, ya sea proveniente de la entidad calificada, de sus administradores, de sus funcionarios, de sus filiales o subsidiarias, su matriz o las filiales o subsidiarias de esta. Dentro de

estos ingresos no se tendrán en cuenta aquellos derivados de servicios financieros que el calificado preste masivamente.

”8. Que sus cónyuges o parientes hasta el primer grado de consanguinidad, afinidad o civil, se encuentren en alguna de las situaciones previstas por los numerales anteriores del presente artículo”.

Dispone el párrafo de dicho artículo 2.22.1.1.9 que en el caso en que alguna de las situaciones de pérdida de independencia se predique de un administrador de la sociedad, miembro del comité técnico, funcionario de nivel profesional o beneficiario real de cualquier parte de su capital, no se considerará que la independencia de la sociedad calificadora está comprometida si quien se encuentre inmerso en alguna de ellas se abstiene de participar en cualquier etapa del proceso de calificación.

Pues bien, ante la real aplicación de la norma a algunas de las personas allí relacionadas convendría su revisión, pues, conforme a la resolución 2167 de 2006, expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia⁷⁴, los miembros de junta directiva de la sociedad calificadora, quienes son administradores de la misma, no pueden participar en el proceso de calificación, como tampoco lo pueden hacer los funcionarios que al interior de la sociedad desarrollen funciones de comercialización, fijación de tarifas, definición de estrategias comerciales o directrices económicas. Quienes realmente participan en las distintas etapas del proceso de calificación son los miembros del comité técnico y los grupos internos de trabajo encargados de estudiar y proponer las calificaciones, con lo cual la abstención, como vía para enervar la pérdida de independencia, solo tiene verdadera aplicación en el caso de los recién nombrados.

Así mismo, por considerarlas generadoras de conflictos de interés, la normativa prohíbe a las sociedades calificadoras ciertas conductas, al igual que a sus accionistas (con independencia de su participación en el capital social), administradores, miembros del comité técnico, revisor fiscal y, en general, a cualquier funcionario o, “[...] cuando estas personas hayan tenido acceso a información privilegiada o hayan participado de cualquier forma en el proceso de calificación”. Estas son:

- Invertir en valores respecto de los cuales la sociedad calificadora haya emitido calificación y esta se encuentre vigente.

⁷⁴ La resolución 2167 de 2006 fue modificada por la resolución 678 de 2011, también expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia.

- Invertir en carteras colectivas respecto de las cuales la sociedad calificadora haya emitido calificación que esté vigente, o que sean administradas por una entidad cuya calificación en administración de portafolio haya sido emitida por la misma calificadora y se encuentre vigente.
- Utilizar en beneficio propio o de terceros la información a la cual se haya tenido acceso con ocasión de la actividad de calificación.
- Ofrecer o asegurar un resultado en el proceso de calificación al solicitante de la calificación. Con esta prohibición, entre otras situaciones indeseables, se busca evitar que los emisores busquen valoraciones preliminares con distintas calificadoras, a fin de determinar cuál ofrece una mejor opinión.
- Asesorar, directa o indirectamente, a personas diferentes a calificadoras del extranjero en temas que puedan generar conflictos de interés respecto de la actividad de calificación.
- Asesorar, directa o indirectamente, en la toma de decisiones de inversión o especulación⁷⁵.

10. ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN

A) *Junta directiva*

La legislación colombiana no contempla una regulación especial para la junta directiva de las sociedades calificadoras; por lo tanto, a las mismas se aplican las disposiciones especiales que rigen para las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, así como las disposiciones generales consagradas en la legislación mercantil, en cuanto no pugnen con aquellas.

Sin embargo, existe una excepción a la premisa anterior, consistente en que la junta directiva de las sociedades calificadoras debe estar integrada por personas que no formen parte del comité técnico de la sociedad, por lo cual, dicho órgano social tiene como función temas netamente corporativos, sin participación alguna en la labores de calificación.

Por disposición del artículo 83 de la ley 1328 de 2009, que modificó el artículo 22 de la ley 964 de 2005, las sociedades calificadoras están sujetas a lo dispuesto en el artículo 73 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero en relación con la junta directiva.

Así pues, la junta directiva de las sociedades calificadoras se rige por las siguientes reglas:

⁷⁵ Decr. 2555 de 2010, art. 2.22.1.1.6.

i) Debe estar integrada por un número de directores que no puede ser menor de cinco ni mayor de diez, cada uno con un suplente, de carácter personal.

ii) Debe reunirse ordinariamente, por lo menos una vez al mes.

iii) Los directores, una vez elegidos, deben posesionarse y prestar juramento por el cual se obliguen, mientras estén en ejercicio de sus cargos, a administrar diligentemente los negocios de la sociedad y a no violar a sabiendas, ni permitir que se violen, ninguna de las disposiciones legales a ella aplicables

iv) Los directores deben permanecer en sus cargos hasta la próxima reunión de la asamblea de accionistas, siempre que no sean removidos o inhabilitados, mientras sus sucesores sean elegidos y declarados hábiles para ejercer como tal, por la Superintendencia Financiera de Colombia.

v) La ausencia de un miembro principal por un período mayor a tres meses produce la vacancia del cargo de director y, en su lugar, el respectivo suplente lo ocupará por el período que reste.

vi) No puede estar integrada por un número de miembros principales y suplentes vinculados laboralmente a la respectiva sociedad, que puedan integrar por sí mismos la mayoría necesaria para adoptar cualquier decisión.

B) *Comité técnico*

El comité técnico tiene como función estudiar y aprobar toda calificación que emita la sociedad calificadora, lo cual debe hacer con sujeción al reglamento y a las metodologías definidas por esta (decr. 2555 de 2010, art. 2.22.2.1.1). Complementariamente, la normativa prevé la existencia de los grupos internos de trabajo, los cuales se integran según se defina en el reglamento, encargados, principal e indelegablemente, de estudiar y presentar la propuesta de calificación a someter a consideración del respectivo comité.

Lo relativo al comité técnico y a sus miembros, al igual que el proceso de adopción de las calificaciones y sus intervinientes, está reglado, en lo fundamental, por los artículos 2.22.2.1.1 y 5.3.1.1.4 del decreto 2555 de 2010, así como por las resoluciones 2167 de 2006 y 678 de 2011, expedidas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Las sociedades calificadoras deben contemplar en sus estatutos sociales la existencia del comité técnico, el cual debe estar integrado por personal idóneo e independiente, de conformidad con lo establecido en

el párrafo 2º del artículo 44 de la ley 964 de 2005⁷⁶. Las calificadoras están facultadas para constituir cuantos comités técnicos requieran.

El comité técnico debe estar integrado permanentemente por un número plural e impar de miembros principales, con sus respectivos suplentes personales, elegidos por la junta directiva de la sociedad calificadora, para períodos fijos. En lo que hace a la responsabilidad de los miembros del comité técnico, el numeral 2 del artículo 5.3.1.1.4 del decreto 2555 de 2010 dispone que deben *aplicarse las normas que sobre el particular son exigibles a los administradores de la sociedad*.

No pueden ser miembros del comité técnico quienes, simultáneamente, sean miembros de la junta directiva de la sociedad calificadora o del calificado. Tampoco podrán serlo quienes, directa o indirectamente, al interior de la sociedad calificadora, desarrollen funciones de comercialización, fijación de tarifas, definición de estrategias comerciales y directrices económicas. Tampoco se permite que simultáneamente se tenga la condición de miembro de un comité técnico y de integrante del grupo interno de trabajo encargado de estudiar y proponer la calificación que debe ser analizada por dicho comité, a menos que este se vaya a integrar con cinco o más miembros, en cuyo caso es posible incluir como tal a un integrante del grupo interno de trabajo, siempre que este cumpla las condiciones y requisitos previstos para ser miembro del comité.

Para ser miembro del comité técnico se requiere acreditar la experiencia y el conocimiento técnico requeridos para cumplir la función de estudiar y aprobar las calificaciones que emitirá la sociedad calificadora.

En cuanto a la experiencia, tanto los miembros principales como los suplentes deben acreditar que cuentan con por lo menos diez años de experiencia en actividades relacionadas con finanzas corporativas y análisis de crédito o por lo menos cinco años en la calificación de valores y riesgos. Por su parte, el conocimiento técnico se debe acreditar mediante la realización de estudios superiores, según el reglamento de cada sociedad calificadora. El cumplimiento de estos requisitos debe poderse establecer con la información incluida en las hojas de vida de los miembros del comité técnico que hayan aprobado una calificación, pues las mismas deben permanecer publicadas en la página web de la

⁷⁶ Prevé el art. 4º de la res. 2167 de 2006 que “en la aplicación del párrafo 2º del artículo 44 de la ley 964 de 2005, cuando se haga referencia al emisor se entenderá la entidad calificada”.

sociedad calificadora, anexas al respectivo documento de calificación, durante la vigencia del contrato de calificación y los tres siguientes.

En aras de garantizar la autonomía e independencia de los miembros del comité técnico y del comité mismo, la citada resolución 2167 prohíbe que una vez iniciado el proceso de estudio y aprobación de una calificación por parte de un comité técnico, este se cambie o que lo propio se haga con alguno de sus miembros, salvo que sea necesario incluir miembros adicionales.

Las sesiones del comité técnico deben realizarse con presencia de todos sus miembros y las decisiones se deben adoptar por mayoría simple, a no ser que en los reglamentos de la sociedad calificadora se establezcan mayorías superiores. El comité puede contar con la opinión técnica especializada de personal asesor en determinados temas, que, desde luego, no tendrá voto.

Las decisiones del comité técnico deben constar en actas, suscritas por su presidente o por la persona que el comité designe, que en todo caso debe ser miembro del mismo. Al acta, como lo ordena la señalada resolución 678 de 2011, debe integrarse la propuesta de calificación presentada por el grupo interno de trabajo, junto con los correspondientes soportes. Igualmente, allí debe consignarse el sentido del voto de cada uno de sus miembros y las razones que justifiquen la calificación emitida.

Los miembros del comité técnico están sometidos, a más de las prohibiciones consagradas en los artículos 2.22.1.1.6 y 2.22.1.1.9 del decreto 2555 de 2010, ya antes indicadas, a las siguientes reglas:

i) No pueden ser administradores, representantes legales, empleados o beneficiarios reales del tres por ciento o más del capital de alguna de las siguientes sociedades:

“[...] un emisor de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE o cuyas emisiones se hayan registrado en el mismo, una sociedad comisionista de bolsa, un comisionista independiente de valores, un corredor de valores, un establecimiento de crédito, una sociedad fiduciaria, una administradora de fondos de inversión, una administradora de fondos de cesantía, una administradora de fondos de pensiones o que tenga el carácter de revisor fiscal de una o varias de las sociedades inscritas en el RNVE y en el RNAMV” (decr. 2555 de 2010, art. 5.3.1.1.5).

ii) No pueden recibir ningún tipo de remuneración, directa o indirecta, de la entidad calificada, sus representantes legales, funcionarios, ni tampoco de las vinculadas a esta.

iii) Deben permanentemente mantener la independencia frente a la entidad calificada durante el ejercicio del cargo.

iv) Deben evitar situaciones que generen conflictos de interés.

v) De presentarse una situación que genere conflicto de interés entre la sociedad calificadora y el calificado, el miembro incurso en la situación debe abstenerse de participar en cualquier etapa del proceso de calificación.

vi) No pueden divulgar aquella información que, de acuerdo con las normas que rigen el mercado de valores, la sociedad calificada no esté obligada a revelar al público (decr. 2555 de 2010, art. 2.22.3.1.1).

vii) Deben ajustar su conducta al código de conducta y ética que en obediencia a lo dispuesto por el artículo 2.22.1.1.8 del decreto 2555 de 2010 tiene el deber de elaborar la sociedad calificadora.

11. LA CALIFICACIÓN

A) *Noción de calificación*

La calificación puede caracterizarse como opinión, como proceso y como contrato.

a) *Como opinión.* La calificación es una actividad profesional, que involucra la opinión técnica de la entidad calificadora en relación con el objeto de la calificación que le es encomendada, naturaleza esta que se encuentra reflejada en la regulación.

Así, por ejemplo, en Colombia la normativa establece que el resultado de la calificación es una opinión o dictamen profesional, emitido por la sociedad calificadora, que constituye una estimación razonable de la capacidad de pago de las obligaciones a cargo del calificado, o del impacto de los riesgos que está asumiendo el calificado o de la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros, según sea el caso, sin que tal opinión o dictamen implique recomendación para comprar, vender o mantener un valor, o comporte garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado⁷⁷.

b) *Como proceso.* La emisión de una calificación es el fruto de un proceso técnico desarrollado por la entidad calificadora, en el cual esta lleva a cabo los estudios, análisis y evaluaciones establecidos como fundamento para definir la correspondiente opinión.

⁷⁷ Decr. 2555 de 2010, arts. 2.22.1.1.2 y 2.22.1.1.5.

En dicho proceso la sociedad calificadoras debe tomar en cuenta los criterios cualitativos y cuantitativos relevantes, con sujeción al reglamento y a las metodologías definidas por la entidad.

En el caso colombiano, la regulación exige a las sociedades calificadoras adoptar metodologías que garanticen obtener calificaciones objetivas e independientes, basadas en el análisis idóneo y técnico de toda la información relevante para el proceso de calificación. Estas metodologías deben i) ser aprobadas por el comité técnico designado para el efecto; ii) estar actualizadas permanentemente; iii) expresar un enfoque prospectivo y dinámico de cada uno de los riesgos y negocios analizados; iv) tener en cuenta las particularidades específicas de cada entidad o proceso calificado, así como sector, industria y localización; v) incluir elementos de juicio objetivos y cuantificables; vi) constar por escrito, y vii) mantenerse a disposición de la autoridad de supervisión y del público en general, mediante su publicación en la página web de la sociedad calificadoras⁷⁸.

La sociedad calificadoras debe revisar las calificaciones emitidas de conformidad con la periodicidad pactada, que en Colombia no puede exceder de un año, y debe también efectuar monitoreo permanente sobre las calificaciones otorgadas, de tal forma que ante situaciones extraordinarias se informe al mercado cualquier situación susceptible de afectar los fundamentos sobre los cuales se otorgó la calificación⁷⁹.

c) *Como contrato*. La emisión de una calificación se sustenta en la relación jurídica existente entre la sociedad calificadoras y su cliente, originada en la celebración del correspondiente contrato de prestación de servicios, que regula el objeto del servicio contratado y los derechos y obligaciones de las partes respecto del mismo.

Aun cuando la actividad de calificación es objeto de regulación en todos los países de la muestra, no ocurre lo propio con el contrato de servicios de calificación, que por lo general es un negocio jurídico mercantil, atípico e innominado.

El contenido del contrato de servicios de calificación debe tomar en consideración las disposiciones imperativas consagradas en el ordenamiento, por ejemplo, en cuanto a las actividades de calificación autorizadas; la necesidad de emplear los reglamentos y metodologías de calificación aprobados; las reglas sobre manejo de información; las

⁷⁸ Decr. 2555 de 2010, art. 2.22.2.1.2

⁷⁹ Decr. 2555 de 2010, art. 2.22.3.1.1.

reglas sobre vigencia de la calificación, y las prohibiciones aplicables a las sociedades calificadoras, entre otras, siendo los demás aspectos susceptibles de negociación por las partes con arreglo al régimen general de contratación aplicable en la respectiva jurisdicción.

B) *Características de la calificación*

En Colombia, de acuerdo al artículo 2.22.1.1.2 del decreto 2555 de 2010, las calificaciones u opiniones emitidas por las sociedades calificadoras deben ser:

- De naturaleza institucional: lo cual significa que las calificaciones u opiniones emitidas son realizadas por la sociedad calificadora como entidad y, en ningún momento, constituyen una opinión personal de sus empleados. Es de recordar que el proceso de calificación comporta un análisis por un grupo interno de trabajo y su posterior aprobación por un comité técnico, lo cual significa que las opiniones o calificaciones emitidas siempre serán de construcción colegial de la sociedad calificadora.

- Técnicas: como se expondrá en el literal G (*infra*) del presente capítulo, las calificaciones emitidas por las sociedades calificadoras responden a una metodología o procedimiento técnico establecido por la sociedad.

- Especializadas: las opiniones o calificaciones emitidas deben ser analizadas, discutidas y aprobadas por personal idóneo.

- Independientes: como se ha mencionado a lo largo del presente capítulo, las opiniones o calificaciones deben ser emitidas por una sociedad calificadora que no tenga intereses comunes con el calificado.

- De conocimiento público: todas las calificaciones emitidas por la sociedad calificadora deben ser reveladas al público, a la Superintendencia Financiera de Colombia y a los sistemas de negociación en donde se vaya a negociar el valor cuando a esto haya lugar, sin perjuicio de las excepciones legales.

- Constar por escrito.

C) *Fuentes de información y responsabilidad por la calidad de la información*

Las sociedades calificadoras para emitir sus opiniones toman información pública del emisor o de los valores que se deben calificar, según sea el caso, así como también información remitida por el calificado. Si la sociedad calificadora determina que la calidad o la cantidad de

información con la que cuenta no es suficiente o no es confiable, tiene la potestad de suspender el proceso de calificación y solicitar al calificado la información que considere necesaria, con el fin de que la calificación se edifique sobre un sustento informativo adecuado.

Es de señalar que las sociedades calificadoras deben adoptar procedimientos y mecanismos para proteger la información confidencial de sus clientes, que deben ser incorporados en el código de conducta y ética⁸⁰.

D) *Clasificación de las calificaciones*

Las calificaciones pueden ser clasificadas bajo diferentes criterios, entre los cuales resaltamos los relativos al objeto de la calificación y a su periodicidad.

Desde la perspectiva del objeto, la regulación colombiana reconoce las siguientes clases de calificaciones⁸¹:

- Calificación de emisor o contraparte.
- Calificación de emisión de deuda.
- Calificación sobre la capacidad de cumplir oportunamente con flujos futuros estimados en proyectos de inversión.
- Calificación de riesgos de portafolios de inversión colectiva.
- Calificación de capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros.

Homologación de calificaciones otorgadas por agencias calificadoras de riesgo o valores extranjeras reconocidas por la Superintendencia Financiera de Colombia, que no cuenten con presencia comercial en Colombia.

De otro lado, las calificaciones pueden ser iniciales, periódicas y extraordinarias.

La calificación inicial es la que se emite por primera vez respecto de un sujeto calificado o de una emisión de valores.

La calificación periódica se realiza de conformidad con la periodicidad pactada, para efectos de revisar la calificación otorgada a la luz de la evolución que en el período de referencia hayan tenido los factores cualitativos y cuantitativos que fueron tenidos en cuenta al momento de emitir la opinión.

⁸⁰ Decr. 2555 de 2010, arts. 2.22.3.1.1, parg. y 2.22.3.1.2.

⁸¹ Decr. 2555 de 2010, art. 2.22.1.1.3

La calificación extraordinaria tiene lugar a partir del monitoreo que la sociedad calificadoras debe realizar sobre las calificaciones otorgadas, de tal forma que ante situaciones extraordinarias se informe al mercado cualquier situación susceptible de afectar los fundamentos sobre los cuales se otorgó la calificación inicial o la calificación periódica, según sea el caso.

E) Divulgación de la calificación

Las sociedades calificadoras deben informar dentro de las veinticuatro horas siguientes a la reunión del comité técnico en el cual se haya aprobado la respectiva calificación, cualquier calificación otorgada, así como las revisiones periódicas o extraordinarias.

Adicionalmente, dentro de los ocho días hábiles siguientes, contados a partir del día en que se haya otorgado la calificación, se debe remitir el documento técnico que sustente la calificación emitida. Mediante este documento la calificadoras debe revelar de manera detallada las razones que motivaron la calificación otorgada y la referencia a todos y cada uno de los factores de riesgo analizados, de conformidad con la metodología de calificación que corresponda.

Esta información debe remitirse a la Superintendencia Financiera de Colombia, a los sistemas de negociación en donde se vaya a negociar el valor, cuando a esto haya lugar, y publicarla en la página web corporativa de la sociedad calificadoras.

Sin perjuicio de lo anterior, antes del otorgamiento o decisión de una calificación es posible suspender el proceso de calificación para que el calificado aclare lo pertinente, o provea información suplementaria relevante para el proceso. En todo caso, la sociedad calificadoras no puede revelar o informar al calificado la posible calificación.

F) Excepciones a la divulgación de la calificación

Sin perjuicio de la obligación de revelar todas las calificaciones, iniciales, periódicas o extraordinarias, la sociedad calificadoras no se encuentra obligada a revelar:

- La calificación sobre emisión de deuda y capacidad para cumplir oportunamente flujos futuros estimados en proyectos de inversión, cuando el emisor solicite a la Superintendencia Financiera de Colombia reserva de su divulgación al mercado. Esta excepción es aplicable, de

igual manera, para no remitir la información a los sistemas de negociación hasta que la Superintendencia Financiera de Colombia emita su autorización al valor calificado, ya que mientras no se emita la respectiva autorización el valor no es objeto de registro ni de negociación.

- Las calificaciones “privadas”, las cuales solo serán de uso interno del calificado, y deben ser informadas a la Superintendencia Financiera.

A este respecto, la Superintendencia Financiera de Colombia, en concepto 2007028565-001 de 15 de junio de 2007, señaló:

“[...] si una calificación de valores y/o riesgo se da a entidades que desarrollan las actividades antes reseñadas, donde existe la captación de recursos del público, la misma, por ese simple hecho, debe ser objeto de divulgación por parte de las sociedades calificadoras.

”Situación contraria ocurría con las calificaciones que se pueden emitir a ciertas entidades, como los hospitales, que requieren de una calificación para sus procesos licitatorios, dado que no cumple con el fin propio de la norma, porque la misma no se da dentro de la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público”⁸².

G) *Procedimiento de calificación*

Como se mencionó en el literal B del número 10 del presente capítulo, toda calificación y sus revisiones deben ser aprobadas por el comité técnico de la sociedad calificadora, el cual debe atenerse a las metodologías adoptadas por la sociedad calificadora y a su reglamento.

Así mismo, corresponde a cada sociedad calificadora establecer el proceso operativo para emitir sus calificaciones.

H) *Metodologías de calificación*

Como ya se mencionó, las sociedades calificadoras deben buscar que las calificaciones que emitan sean objetivas e independientes. Para la consecución de este objetivo las sociedades calificadoras adoptan sus propias metodologías o procedimientos técnicos basados en análisis idóneos de la información utilizada para emitir la calificación.

⁸² Superintendencia Financiera de Colombia, en concepto 2007028565-001 de 15 de junio de 2007 [en línea]. Disponible en <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/Conceptos2007/2007028565.pdf>

Sin perjuicio de lo anterior, los procedimientos que adopten las sociedades calificadoras deben tener en cuenta:

- La propuesta de calificación debe ser presentada por un grupo interno de trabajo al comité técnico.
- De cada una de las reuniones del comité técnico se debe levantar actas en las cuales conste el tema debatido o aprobado. A esta acta debe anexarse la propuesta de calificación entregada por el grupo interno de trabajo al comité técnico, así como los documentos de soporte.

Estas metodologías deben encontrarse actualizadas, constar por escrito y permanecer a disposición de la Superintendencia Financiera de Colombia y del mercado, en la página web corporativa de la sociedad calificadora.

Adicionalmente, como se mencionó, las metodologías deben cumplir lo establecido en el artículo 2.22.2.1.2 del decreto 2555 de 2010, es decir:

- Ser aprobadas por el comité técnico que la sociedad calificadora designe para esta labor.
- Expresar un enfoque prospectivo y dinámico de los riesgos y negocios analizados.
- Tomar las particularidades de las entidades, así como ubicación geográfica, sector e industria.
- Contar con elementos de juicios objetivos y cuantificables.

1) Categorías de calificación

En general, las calificaciones de riesgo otorgadas por las sociedades calificadoras son nomenclaturas, que aunque difieren según la sociedad que las emite, pretenden homogenizar la percepción del riesgo respecto del calificado.

Las calificaciones de riesgo clasifican principalmente a los calificados en dos grandes grupos: aquellos que cuentan con un “grado de inversión” y, por contraposición, aquellos que se encuentran clasificados como “grado de no inversión”. Ello debe ser leído, analizado e interpretado por los potenciales inversionistas y el público en general, teniendo en cuenta, como se ha dicho, que la calificación asignada (grado de inversión o no inversión) es una opinión de la sociedad calificadora y no constituye una sugerencia o recomendación de inversión⁸³.

⁸³ En efecto, incluso la normativa colombiana reconoce esta condición y en el art. 2.22.1.1.5 dispone que “Todas las calificaciones deberán señalar expresamente que *la*

A su vez, los dos grandes grupos referidos en el párrafo anterior cuentan con escalas o *notches* internas que permiten una mayor diferenciación entre una y otra opción de inversión (o no inversión) o entre uno y otro calificado.

En Colombia operan actualmente tres sociedades calificadoras. A efectos de mostrar cómo funciona lo expresado antes, a continuación se incluye un ejemplo de las diferentes escalas de calificación que otorgan las sociedades calificadoras respecto de una misma clase de calificación, en este caso, la deuda a largo plazo:

a) *Fitch Ratings Colombia S. A.*⁸⁴

| CALIFICACIONES CREDITICIAS NACIONALES DE LARGO PLAZO | |
|--|--|
| AAA(col). | Las calificaciones nacionales ‘AAA’ indican la máxima calificación asignada por Fitch en la escala de calificación nacional de ese país. Esta calificación se asigna a emisores u obligaciones con la expectativa más baja de riesgo de incumplimiento en relación a todos los demás emisores u obligaciones en el mismo país. |
| AA(col) | Las calificaciones nacionales ‘AA’ denotan expectativas de muy bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. El riesgo de incumplimiento difiere sólo ligeramente del de los emisores u obligaciones con las más altas calificaciones del país. |
| A(col) | Las calificaciones nacionales ‘A’ denotan expectativas de bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de pago oportuno en mayor grado que lo haría en el caso de los compromisos financieros dentro de una categoría de calificación superior. |
| BBB(col) | Las calificaciones nacionales ‘BBB’ indican un moderado riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, los cambios en las circunstancias o condiciones económicas son más probables que afecten la capacidad de pago oportuno que en el caso de los compromisos financieros que se encuentran en una categoría de calificación superior. |

calificación otorgada no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor y que en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado”. (Resaltado fuera del texto original).

⁸⁴ Disponible en: http://www.fitchratings.com.co/DocumentosWeb/Escala%20de%20Calificaciones%20Nacionales%20unificadas_Colombia%2005-10-2016.pdf

| | |
|-----------|---|
| BB(col). | Las calificaciones nacionales ‘BB’ indican un elevado riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Dentro del contexto del país, el pago es hasta cierto punto incierto y la capacidad de pago oportuno resulta más vulnerable a los cambios económicos adversos a través del tiempo. B(col). Las calificaciones nacionales ‘B’ indican un riesgo de incumplimiento significativamente elevado en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Los compromisos financieros se están cumpliendo pero subsiste un limitado margen de seguridad y la capacidad de pago oportuno continuo está condicionada a un entorno económico y de negocio favorable y estable. En el caso de obligaciones individuales, esta calificación puede indicar obligaciones en problemas o en incumplimiento con un potencial de obtener recuperaciones extremadamente altas. |
| CCC(col). | Las calificaciones nacionales ‘CCC’ indican que el incumplimiento es una posibilidad real. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende exclusivamente de condiciones económicas y de negocio favorables y estables. |
| CC(col). | Las calificaciones nacionales ‘CC’ indican que el incumplimiento de alguna índole parece probable. |
| C(col). | Las calificaciones nacionales ‘C’ indican que el incumplimiento es inminente. |
| RD(col). | Las calificaciones nacionales ‘RD’ indican que en la opinión de Fitch Ratings el emisor ha experimentado un “incumplimiento restringido” o un incumplimiento de pago no subsanado de un bono, préstamo u otra obligación financiera material, aunque la entidad no está sometida a procedimientos de declaración de quiebra, administrativos, de liquidación u otros procesos formales de disolución, y no ha cesado de alguna otra manera sus actividades comerciales. |
| D(col). | Las calificaciones nacionales ‘D’ indican un emisor o instrumento en incumplimiento. |
| E(col). | Descripción: calificación suspendida. Obligaciones que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presenten información adecuada. |

Nota: Los modificadores “+” o “-” pueden ser añadidos a una calificación para denotar la posición relativa dentro de una categoría de calificación en particular. Estos sufijos no se añaden a la categoría ‘AAA’, o a categorías inferiores a ‘CCC’.

b) *BRC Investor Services S.A. (Standard & Poor’s SP Global)*⁸⁵. “Esta calificación se aplica a instrumentos de deuda con vencimientos originales de más de un (1) año. Las escalas entre AA y CC pueden tener un signo (+) o (-), que indica si la calificación se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior, respectivamente.

⁸⁵ Disponible en: http://brc.com.co/inicio.php?Id_Categoria=198

Las calificaciones de deuda a largo plazo se basan en la siguiente escala:

Grados de inversión

| | |
|-----|--|
| AAA | La calificación AAA es la más alta otorgada por BRC, lo que indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente fuerte. |
| AA | La calificación AA indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en la máxima categoría. |
| A | La calificación A indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores. |
| BBB | La calificación BBB indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es adecuada. Sin embargo, los emisores o emisiones con esta calificación son más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores. |

Grados de no inversión o alto riesgo

| | |
|-----|---|
| BB | La calificación BB indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es limitada. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una menor probabilidad de incumplimiento en comparación con aquellos calificados en categorías inferiores. |
| B | La calificación B indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es baja. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una considerable probabilidad de incumplimiento. |
| CCC | La calificación CCC indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una alta probabilidad de incumplimiento. |
| CC | La calificación CC indica que la capacidad del emisor o emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una probabilidad muy alta de incumplimiento. |

| | |
|---|--|
| D | La calificación D indica que el emisor o emisión ha incumplido con sus obligaciones financieras. |
| E | La calificación E indica que BRC no cuenta con la información suficiente para calificar. |

c) *Value and Risk Rating S. A.*⁸⁶. “*Value and Risk Rating S. A.* empleará diferentes categorías para la calificación de la capacidad de pago (riesgo de contraparte) y emisión de deuda a largo plazo (superior a un año). Las escalas de calificación que a continuación se detallan, son aplicables a diversos instrumentos financieros tales como: bonos ordinarios, bonos subordinados, títulos de participación inmobiliaria, depósitos a largo plazo y en general instrumentos financieros emitidos por entidades financieras, empresas del sector real y de servicios, entidades territoriales, entidades descentralizadas de orden territorial, compañías de seguros, titularizaciones y *Project Finance*”.

GRADOS DE INVERSIÓN

Nivel alto

AAA La capacidad de pago de intereses y capital es la más alta. Es la mejor y más alta calificación en grados de inversión, la cual no se verá afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía.

AA Esta calificación indica una capacidad alta para pagar intereses y devolver el capital, con un riesgo incremental limitado en comparación con otras entidades o emisiones calificadas con la categoría más alta.

Nivel bueno

A La calificación indica la existencia de una capacidad buena de pago de intereses y capital. Aunque los factores de protección se consideran adecuados, las entidades o emisiones pueden ser más vulnerables a acontecimientos adversos que aquellas calificadas en mejores categorías de calificación.

Nivel satisfactorio

BBB Es la categoría más baja de grado de inversión; indica una capacidad suficiente para el pago de intereses y capital. Sin embargo, las entidades o emisiones calificadas en BBB son más vulnerables a los acontecimientos adversos que aquellas calificadas en mejores categorías de calificación.

⁸⁶ Disponible en: <http://www.vriskr.com/servicios/escalas-de-calificacion/calificacion-de-capacidad-de-pago-y-deuda-a-largo-plazo-superior-a-un-ano/>

Grados de no inversión

Corresponde a categorías de alto riesgo o especulativo en las que no existe certeza del repago oportuno de capital e intereses.

Nivel que no clasifica para inversión

BB Aunque no representa un grado de inversión, esta calificación sugiere que existe menor probabilidad de cumplimiento con respecto a emisiones o entidades calificadas en mejores categorías. En esta categoría la capacidad de pago de intereses y capital es moderada y existe un nivel de incertidumbre que podría afectar el cumplimiento de las obligaciones.

B Las emisiones o entidades calificadas en esta categoría indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento respecto a entidades o emisiones con mayor calificación; la capacidad de pago es mínima. Cualquier acontecimiento adverso podría afectar negativamente el pago oportuno de capital e intereses.

C Las emisiones o entidades calificadas en C tienen una clara probabilidad de incumplimiento. No se cuenta con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses. Existe un alto riesgo ya que la continuidad de los pagos depende de un cambio radical favorable en las condiciones financieras y económicas.

Nivel de incumplimiento

D Incumplimiento o proceso de quiebra en curso.

Nivel sin suficiente información

E Sin suficiente información para calificar.

Adicionalmente para las categorías de riesgo entre AA y B, Value and Risk Rating S. A. utilizará la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo relativo.

De otro lado, Value and Risk Rating S.A. señalará con, “RiskVAR” una calificación cuando esta requiera una observación especial producto de acontecimientos y eventos drásticos de corto plazo que puedan motivar un cambio sustancial en las variables claves de la entidad y por tanto una probable modificación en la calificación. Lo anterior motivará la solicitud de información adicional con el objeto de revisar la calificación vigente.

No necesariamente una calificación que se encuentre en “RiskVar” será objeto de ser modificada. Las calificaciones colocadas en “RiskVAR” podrán tener una calificación “positiva”, “negativa” o “en proceso”. La designación “positiva” significa que la calificación podrá subir, “negativa” que podrá bajar, en tanto “en proceso” que podrá subir, bajar o ser confirmada.

12. RESPONSABILIDAD DE LAS SOCIEDADES CALIFICADORAS DE RIESGO

Las sociedades calificadoras pueden ser sujetos de responsabilidad jurídica en los planos administrativo, civil y penal.

A) *Responsabilidad administrativa*

En tanto entidades vigiladas por el Estado, las sociedades calificadoras se encuentran sometidas al régimen de responsabilidad administrativa inherente a la inspección y vigilancia que sobre ellas se ejerce, de acuerdo con la regulación aplicable en la materia en cada jurisdicción.

En Colombia, las sociedades calificadoras pueden ser sancionadas por la Superintendencia Financiera de Colombia cuando incurran en cualquiera de las conductas previstas en el artículo 50 de la ley 964 de 2005⁸⁷.

La potestad sancionatoria estatal también puede ser ejercida en relación con los directores, administradores, representantes legales, revisores fiscales, u otros funcionarios o empleados de la sociedad calificadora, en los mismos supuestos señalados en el párrafo precedente.

La referida facultad sancionatoria administrativa debe ejercerse de acuerdo con los principios, criterios y procedimientos establecidos en la ley, que garantizan el debido proceso y el derecho de defensa de la entidad o persona natural respecto de quien se adelante este tipo de proceso disciplinario⁸⁸.

Las sanciones imponibles son las previstas en la ley, que incluyen amonestación, multa, suspensión o inhabilitación hasta por cinco años para el ejercicio de funciones de administración, dirección o control en entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, remoción de quienes ejerzan dichas funciones y de los revisores fiscales, al igual que suspensión de la inscripción en cualquiera de los registros a que se refiere la ley 964 de 2005.

B) *Responsabilidad civil*

Como se dijo atrás, la calificación es una actividad profesional, en tanto reúne los elementos propios de esta clase de actividades, que son: especialización, habitualidad, onerosidad y desarrollo mediante una

⁸⁷ Ley 964 de 2005, art. 49.

⁸⁸ Ley 964 de 2005, arts. 51 y ss.

organización⁸⁹. Así mismo, se trata de una actividad para cuyo ejercicio se requiere la previa licencia del Estado, a cuyo fin el aspirante debe cumplir los requisitos establecidos en la ley, que incluyen contar con el personal idóneo y la infraestructura exigida.

El carácter profesional de la sociedad calificadora le permite actuar de manera eficaz en el desarrollo de su actividad, y anticipar o prever riesgos de daños que puede causar a sus clientes o a terceros. En consecuencia, la actividad de calificación debe realizarse con la diligencia propia de un experto prudente y diligente en la calificación de riesgos.

Así las cosas, las sociedades calificadoras pueden ser sujetos de responsabilidad civil contractual y extracontractual.

En el plano contractual, la responsabilidad civil de la sociedad calificadora se determina con arreglo al régimen general, basado en la responsabilidad subjetiva que se configura a partir de la concurrencia de los presupuestos de existencia y validez del contrato, incumplimiento de obligaciones derivadas del mismo, daño causado al cocontratante y relación de causalidad entre el incumplimiento y el daño. El nivel de responsabilidad de la sociedad calificadora en la prestación de sus servicios corresponde a la culpa leve, de acuerdo con las reglas generales en la materia⁹⁰.

En el plano extracontractual, la sociedad calificadora puede ver comprometida su responsabilidad civil si con su acción u omisión causa daño injustificado a terceros⁹¹. A manera de ejemplo, puede pensarse en el caso en el que una calificación es emitida sin la observancia de los requisitos establecidos para el efecto, por ejemplo, en cuanto a la aplicación de la metodología de calificación aprobada, o por deficiencias protuberantes en la calidad o suficiencia de la información considerada por la sociedad calificadora, de modo tal que la calificación asignada no corresponde con la que debería haberse otorgado si se hubiera cumplido cabalmente el proceso de calificación, y un inversionista usa esa calificación como elemento de referencia en el proceso de toma de decisiones de inversión o desinversión en los valores calificados o en la entidad calificada, y posteriormente se ve afectado por la pérdida total o parcial de su inversión. En tal supuesto, el inversionista podría

⁸⁹ Laudo arbitral de 31 de julio de 2000, proferido en el caso de Beneficencia de Cundinamarca contra Banco Central Hipotecario y Fiduciaria Central S. A., pág. 81.

⁹⁰ C. C., arts. 63 y 1604; C. de Co., art. 822.

⁹¹ C. C., art. 2341.

instaurar acción de responsabilidad civil extracontractual contra la sociedad calificadora, cuya prosperidad requiere, en todo caso, demostrar los elementos constitutivos de esta clase de responsabilidad civil.

C) Responsabilidad penal

Los directores, administradores y funcionarios de las sociedades calificadoras pueden incurrir en responsabilidad penal cuando quiera que su acción u omisión se enmarque bajo alguno de los tipos penales establecidos en la ley.

Dentro de los posibles delitos en que se pudiera incurrir en el ámbito de la actividad de calificación cabe mencionar los de falsedad en documento público o privado, y estafa.

13. SUPERVISIÓN Y AUTORREGULACIÓN DE LAS SOCIEDADES CALIFICADORAS DE RIESGO

En todos los países de la muestra las sociedades calificadoras se encuentran sometidas a la supervisión del Estado, habida cuenta del carácter de interés público de la actividad de calificación.

La Constitución Política colombiana establece que las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, son de interés público y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley⁹².

Si bien las sociedades calificadoras no captan recursos del público, la actividad de calificación que desarrollan guarda estrecha relación con la captación de tales recursos, ya sea por parte de entidades financieras habilitadas para ello y que emplean la calificación como elemento de información para los depositantes, o bien mediante la emisión de valores por parte de los emisores no financieros, con arreglo a la normativa aplicable en esta materia. La calificación tiene entonces una clara incidencia en el mercado de capitales, tanto en su segmento bancario —captación de depósitos del público— como en el segmento del mercado de valores —captación de recursos del público mediante la emisión y colocación de valores—.

En esa medida, la actividad de calificación es de interés público, el cual se protege legalmente, de un lado, mediante la determinación en

⁹² Const. Pol. de Colombia, art. 335.

el sentido de que la constitución de las sociedades calificadoras debe surtirse con arreglo al régimen de las instituciones financieras, previsto en el artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, y, de otro lado, mediante la sujeción de las sociedades calificadoras a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia⁹³.

La autoridad estatal de supervisión tiene respecto de las sociedades calificadoras las funciones y facultades legales establecidas en relación con las entidades vigiladas⁹⁴.

Sin perjuicio de lo anterior, las sociedades calificadoras pueden adoptar estándares de comportamiento que vayan más allá de la normativa legal a la cual deben sujetarse, lo cual pueden hacer mediante autorregulación voluntaria.

La autorregulación contribuye a elevar los estándares de la industria y, en tal virtud, constituye una herramienta importante para mejorar los niveles de calidad del servicio de calificación, y por esa vía la integridad y transparencia del mercado.

14. LA REPUTACIÓN COMO ACTIVO ESTRATÉGICO DE LAS SOCIEDADES CALIFICADORAS

Con ocasión de las diferentes crisis económicas, las sociedades calificadoras han tenido que enfrentar un sin número de cuestionamientos respecto a sus calificaciones, lo cual ha puesto en tela de juicio las metodologías de calificación, la calidad de sus opiniones, la independencia de sus calificaciones e incluso su utilidad para el mercado financiero y de valores.

En efecto, se ha considerado que las agencias calificadoras no han revisado con la prontitud debida las calificaciones otorgadas a emisores que han visto deteriorada su solvencia o su liquidez, y con ello su capacidad de atender el pago puntual de sus obligaciones financieras, o cuyas condiciones de mercado han variado, los deterioros de ciertos emisores, títulos y condiciones de mercado, de igual forma se ha percibido que las agencias calificadoras ante estos deterioros han dilatado la prontitud de actualizaciones de sus opiniones respecto de los mismos.

Con ocasión de estos cuestionamientos, diferentes países han incluido en su regulación los principios de IOSCO, mencionados en el

⁹³ Ley 964 de 2005, art. 75, num. 1 parg. 3º.

⁹⁴ Ley 964 de 2005, en su texto modificado por el art. 83 de la ley 1328 de 2009; decr. 2555 de 2010, Parte 11, Libro 2, arts. 11.2.1.1.1 y demás pertinentes y concordantes.

numeral 2 del presente capítulo, y han establecido diferentes medidas para velar por la transparencia y calidad de las opiniones emitidas por las agencias calificadoras.

Las medidas adoptadas incluyen:

- La advertencia que los informes de inversión, recomendaciones y otras opiniones que emitan las agencias calificadoras respecto de un valor, su precio y obligación financiera no deben considerarse calificaciones crediticias.

- Las agencias calificadoras deberían procurar la rotación constante de sus analistas, de manera que no se conserven relaciones prolongadas con las entidades que califican o sus terceros vinculados.

- Las agencias calificadoras deben mantener los métodos y modelos utilizados para emitir sus opiniones actualizados y revisados periódicamente, así mismo deben publicarlos de manera detallada.

- En caso de no contar con la información suficiente para emitir una calificación, las agencias calificadoras deberían abstenerse de emitir concepto alguno, en particular tratándose de instrumentos de financiación estructurada.

- Las agencias calificadoras deberían garantizar que la información usada para emitir sus calificaciones sea fiable, para lo cual deberían contar con respaldo de los estados financieros y de la información publicada por auditores independientes y medidas contractuales con la entidad calificada que aseguren la veracidad de la información suministrada, entre otras.

- Las agencias calificadoras deberían realizar una oportuna advertencia del riesgo y un análisis de sensibilidad de la hipótesis pertinente, el cual debe incluir una explicación de los cambios generados en el mercado que afecten los parámetros integrados en el modelo y que pueden influir en la variación de la calificación.

- Tanto los emisores como las calificadoras deben evitar prácticas en las cuales los calificados puedan obtener valoraciones preliminares con el fin de determinar cuál calificadora les ofrece una mejor opinión respecto de un instrumento de financiación estructurada.

- Las agencias calificadoras deben conservar constancia documental de los métodos empleados para emitir una opinión o sus revisiones, así como de las comunicaciones entre sus empleados y la entidad calificada o terceros vinculados a esta última entidad.

- Las autoridades encargadas de supervisar las agencias calificadoras deberían disponer de los medios necesarios para propender por el

cumplimiento de las normas respecto de la actividad de calificación y las agencias calificadoras, con el objetivo de resguardar los intereses de los inversionistas y del mercado.

BIBLIOGRAFÍA

A) *Doctrina*

República del Perú, Congreso de la República “Cambio de denominación. Sustitúyese la denominación de Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) por la de Superintendencia del Mercado de Valores” [en línea]. Disponible en [http://www2.congreso.gob.pe/Sicr/TraDocEstProc/Contdoc01_2011.nsf/d99575da99ebf305256f2e006d1cf0/753aed3e04ee5dee05257a0700507448/\\$FILE/29782.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/Sicr/TraDocEstProc/Contdoc01_2011.nsf/d99575da99ebf305256f2e006d1cf0/753aed3e04ee5dee05257a0700507448/$FILE/29782.pdf)

The Technical Comité of the Internacional Organization of Securities Commissions, “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” [en línea]. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>[consulta: 3 de julio de 2016].

CONTE ELISABETTA Y PARMEGGIANI, FEDERICO: “The Regulation of Credit Rating Agency across USA and EU: different systems, same concerns” [en línea.] Disponible en http://nyu.academia.edu/FedericoParmeggiani/Papers/842723/The_Regulation_of_Credit_Rating_Agency_across_USA_and_EU_different_systems_same_concerns [consulta el 11 de agosto de 2012].

The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: “Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies. Revised May 2008” [en línea]. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>[consulta: 3 de julio de 2016].

VERSCHOOR CURTIS, C.: “Agencias calificadoras. ¿Regular o no regular?” [en línea]. Disponible en <http://www.ccpm.org.mx/veritas/julio2012/imagenes/Agencias%20calificadoras%20%20Regular%20o%20no%20regular.pdf> [consulta: 3 de julio de 2016].

GARCÍA ALCUBILLA, RAQUEL Y RUIZ DEL POZO, FRANCISCO JAVIER: “Agencias de Rating: análisis de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo”, en *Boletín Trimestral II* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores Español, 2009.

Objectives and Principles of Securities Regulation, Septiembre de 1998. IOSCO considera que “the three core objectives of securities regulation are: The protection of investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; the reduction of systemic risk” [en línea]. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> [consulta: 3 de julio de 2016].

GAVRAS, PANAYOTIS: “Calificaciones en juego”, en *Finanzas y Desarrollo*, marzo de 2012. Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2012/03/pdf/gavras.pdf> [consulta: 3 de julio de 2016].

B) Normativa

- Código Civil colombiano.
- Constitución Política de Colombia
- Concepto 2004006596-1. 2 de abril de 2004. Superintendencia de Valores. Colombia
- Concepto 2007028565-001. 15 de junio de 2007. Superintendencia Financiera de Colombia.
- Credit Rating Agency Reform Act of 2006. United States of America.
- Decreto 648 de 2001. Colombia.
- Decreto 2555 de 2010. Colombia.
- Decreto 2360 de 1993 modificado por el decreto 1201 de 2000, artículo 1º, modificado por el decreto 1360 de 2005. Colombia.
- Decreto 2540 de 2001. Colombia.
- Decreto 1076 de 2007. Colombia.
- Decreto 1468 de 2012. Colombia.
- Dodd–Frank Act. United States of America.
- Ley 45 de 1990. Colombia
- Ley 795 de 2003. Colombia.
- Ley 964 de 2005. Colombia.
- Ley 26.702. Perú.
- Ley 29782 de 2011. Perú.
- Ley del Mercado de Valores - decreto legislativo 861 de 1996. Perú.
- Ley del Mercado de Valores. Chile
- Ley del Mercado de Valores. México
- Resolución 2167 de 2006. Colombia.
- Resolución 74 de 1998 de la Conasev. Perú.
- Reglamento (CE) 1060/2009. Comunidad Europea.

C) *Jurisprudencia y laudos arbitrales*

Consejo de Estado, R11001-03-27-000-2008-00009-00(17022), M. P. William Giraldo Giraldo.

Laudo arbitral de 31 de julio de 2000, proferido en el caso de Beneficencia de Cundinamarca contra Banco Central Hipotecario y Fiduciaria Central S. A.

ANOTACIONES

ANOTACIONES

ANOTACIONES

ANOTACIONES

ESTE LIBRO SE TERMINÓ DE IMPRIMIR EN LOS TALLERES DE EDITORIAL NOMOS, EL DÍA VEINTITRÉS DE ABRIL DE DOS MIL DIECISIETE, ANIVERSARIO DEL NACIMIENTO DE KARL LARENZ (n. 23, IV, 1903 y m. 24, I, 1993).

LABORE ET CONSTANTIA