

**LOS PROGRAMAS DE ADRs EN COLOMBIA:
UNA APROXIMACIÓN JURÍDICO DESCRIPTIVA Y PROPOSITIVA**

CAMILO MERINO JARAMILLO

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN
2008**

**LOS PROGRAMAS DE ADRs EN COLOMBIA:
UNA APROXIMACIÓN JURÍDICO DESCRIPTIVA Y PROPOSITIVA**

CAMILO MERINO JARAMILLO

Trabajo de grado presentado para optar al título de Abogado

Asesores:

Dra. Marcela Estrada Montoya

Dr. José Alberto Toro Valencia

Dr. José David Posada Botero

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN
2008**

Nota de aceptación:

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Medellín, julio de 2008

AGRADECIMIENTOS

A Dios por estar conmigo en cada paso que doy.

A mis padres y a mi abuela materna a quienes agradezco por su amor franco, por haberme educado con el ejemplo, y porque me enseñaron que la honestidad, la perseverancia y el esfuerzo son el camino para lograr los objetivos. Y a mi hermano por su efusiva compañía; sé que cuento con él siempre.

A la doctora Marcela Estrada Montoya, por orientarme desde el momento de iniciar este trabajo de grado, hasta su culminación, con sus consejos provenientes de su vasta experiencia, y por transmitirme sus conocimientos de derecho societario.

A los doctores José David Posada Botero y José A. Toro Valencia, por el entusiasmo con que asumieron esta investigación, por su permanente disposición y por su exigente pero edificante crítica.

Desde luego al doctor Ramiro Rengifo, por enseñarme la profundidad con la que debe analizarse la ley y por enseñarme a valorar el derecho.

A mi novia y a mis amigos por enseñarme a enfrentar los obstáculos con alegría.

A todos mi mayor gratitud y sincero agradecimiento.

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	7
1. DESCRIPCIÓN DEL ADR	17
1.1 DEFINICIÓN, NATURALEZA JURÍDICA Y PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS	17
1.2. DIFERENCIAS CON EL ADS	19
1.3 UN PROGRAMA DE ADRS. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS.....	21
1.3.1 Sujetos	21
1.3.1.1 La sociedad emisora	21
1.3.1.2 El Banco Depositario	24
1.3.1.3 El Custodio Local	25
1.3.1.4 El Agente Colocador (<i>Broker-Dealer</i>)	28
1.3.1.5. Los Inversionistas.....	35
1.3.2 Niveles de emisión	38
1.3.2.1 Programas de Nivel I.....	39
1.3.2.2 Programas de Nivel II.....	39
1.3.2.3 Programas de Nivel III.....	40
1.3.2.4 Programas de Nivel IV, según Regla 144-A.....	41
1.3.3 Tipos de Programa	44
1.3.3.1 Programa patrocinado.....	44
1.3.3.2 Programa no patrocinado.....	44
1.4 RECIBOS DE DEPÓSITO ALREDEDOR DEL MUNDO: GLOBAL DEPOSITARY RECEIPTS (GDRS) Y EMISIONES DE TÍTULOS SEGÚN LA REGULACIÓN S	47
2. PRINCIPALES NORMAS DEL MERCADO DE VALORES EN LOS EE.UU.A. Y EL ENTE REGULADOR DE VALORES.....	50
2.1 RESEÑA HISTÓRICA	50
2.2 SECURITIES ACT, 1933	54

2.3 SECURITIES AND EXCHANGE ACT, 1934	55
2.4 SARBANES-OXLEY ACT OF 2002	58
2.5 COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (<i>SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION</i> – SEC): ENTE REGULADOR.....	59
3. DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN: UN CASO HIPOTÉTICO	63
4. ALGUNOS PROBLEMAS JURÍDICOS EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA	72
4.1 NATURALEZA JURÍDICA DE LOS FONDOS DE ADRS EN COLOMBIA ...	72
4.1.1 Inversión extranjera directa	73
4.1.2 Inversión de portafolio	74
4.2 OBLIGATORIEDAD DE REALIZAR OPA CON ADQUISICIONES A TRAVÉS DE ADRS	79
4.3 EL CARÁCTER DE ACCIONISTA DEL TENEDOR DE ADRS EN LA SOCIEDAD COLOMBIANA QUE EMITE LOS TÍTULOS SUBYACENTES.....	87
BIBLIOGRAFÍA	102

INTRODUCCIÓN

La globalización económica ha significado una oportunidad sin precedentes para satisfacer el apetito de los inversionistas por aprovechar el crecimiento potencial de otras economías, especialmente en mercados emergentes, así como la posibilidad de diversificar sus portafolios, disminuyendo la exposición al riesgo en los mismos, al invertir en varias compañías de diferentes mercados. Esto a su vez ofrece una oportunidad única para las empresas que buscan obtener recursos de capital a través de una nueva base de inversionistas.

La evidencia internacional nos permite observar cómo los países que cuentan con mercados de capitales más desarrollados registran mayores tasas de crecimiento.

No cabe ninguna duda en cuanto a que, según el indicador de PIB per cápita del año 2007 publicado por el Fondo Monetario Internacional, los Estados Unidos de Norteamérica es la primera economía del mundo por tamaño¹, y cuenta con el mercado de capitales más grande y sofisticado del globo, lo cual de paso, le permite ofrecer el más amplio e interesante abanico de posibilidades cuando de invertir se trata.

En este orden de ideas, actualmente existen diversas formas en las que una persona estadounidense, natural o jurídica, puede invertir internacionalmente: a través Fondos Mutuos (*Mutual Funds*), o adquiriendo acciones de sociedades extranjeras que se negocian en las bolsas de valores de los EE.UU.A (como es el caso de las acciones canadienses que se negocian en los EE.UU.A de la misma

¹ *World Economic Outlook*. Fondo Monetario Internacional, 2007.

manera que lo hacen en su mercado local²), o contratando los servicios de una compañía bróker para comprar directamente acciones foráneas en los mercados internacionales, o adquiriendo *American Depositary Receipts* (ADRs), entre otras³. No obstante, según un informe publicado por la Comisión del Mercado de Valores (*Securities and Exchange Commission*) o SEC por sus siglas en inglés, la mayoría de las acciones de compañías foráneas que cotizan en los mercados de valores estadounidenses, se negocian bajo la figura de ADRs⁴, lo cual no es ninguna razón de asombro, toda vez estos instrumentos son el único vehículo con que cuentan las empresas no estadounidenses que quieren operar en las principales bolsas de valores de los EE.UU.A., no precisamente porque ello signifique alguna ventaja operativa o financiera, ni obedece a ninguna maniobra sofisticada del sistema de transferencia capitales; la razón es de origen estrictamente legal, pues las leyes valores⁵ de los EE.UU.A prohíben que empresas extranjeras cuyas acciones cotizan en un mercado extranjero, listen directamente esas acciones en las bolsas de valores de ese país (excepción hecha, por ejemplo, para las empresas canadienses).

Los *American Depositary Receipts* (Certificados de Depósito Americano) o ADRs por su acrónimo en inglés, son la especie más común y negociada de los *Depositary Receipts* (Certificados o Recibos de Depósito) o DRs por sus siglas en inglés, los cuales se han ofrecido a emisores e inversionistas desde 1927⁶, y constituyen el objeto de estudio de esta tesis.

² International Investing Brochure. United States Securities and Exchange Commission SEC. Division of Corporation Finance, 1999, pág. 12.

³ International Investing Brochure. Op. Cit., pág. 1.

⁴ International Investing Brochure. Op. Cit. pág. 10.

⁵ Véase la Ley o Acta de Valores de 1933 (*Securities Act, 1933*).

⁶ Fue el 29 de abril de 1927 cuando la firma de servicios financieros J.P. Morgan creó y puso en marcha por primera vez en la historia un programa de ADRs para la empresa británica *Selfridges Provincial Stores Limited* (ahora conocida como Selfridges PLC), el famoso minorista británico, con

Los ADRs se introdujeron en el año 1927 como reacción a una ley británica que prohibía que las compañías de ese país registraran sus acciones fuera del territorio, a menos que utilizaran para ello un agente de transferencia británico. No obstante, si bien las acciones británicas no podían salir físicamente de ese país, el mercado requería una forma de responder a la demanda de inversionistas estadounidenses, interesados en adquirir acciones británicas. Debido a ello, debía crearse un instrumento estadounidense que facilitara tales negociaciones, el cual fue denominado *American Depositary Receipt*, ADR.

El instrumento experimentó diversas modificaciones, hasta adquirir en 1955 su perfil actual, cuando la *Securities and Exchange Commission*, SEC, (Comisión Nacional de Valores de Estados Unidos) estableció una forma o solicitud para realizar el registro de todos los Programas de recibos de depósitos que estaban activos para esa fecha. Con ello, se abrió el acceso a los inversionistas norteamericanos para participar en casi todos los mercados que operan alrededor del mundo.

En el nivel más fundamental, el ADR puede ser definido como un certificado físico, negociable, nominado en dólares y emitido por un banco norteamericano, que representa la propiedad sobre acciones o bonos convertibles en acciones de una sociedad no estadounidense que cotiza en el mercado de valores de los EE.UU.A. En el siguiente capítulo se profundizará sobre esta definición.

La relevancia económica y financiera de este instrumento es, cuando menos, evidente en una economía globalizada como en la que vivimos. La creación de un Programa de Recibos de Depósito da a los emisores internacionales el acceso y flexibilidad necesarios para lograr sus objetivos estratégicos de crecimiento, capitalización y visibilidad, al tiempo que proporciona a los inversionistas un

el fin de facilitar a los inversionistas estadounidenses invertir en la *Selfridges*. El primer ADR fue listado en el *New York Curb Exchange*, el precursor de la *American Stock Exchange*.

mecanismo fácil y conveniente para invertir en empresas fuera de su mercado local.

En los últimos años, se ha podido observar cómo un número creciente de las principales acciones negociadas en las bolsas latinoamericanas, se han emitido como ADRs en los Estados Unidos y listado en las principales bolsas de valores de ese país⁷.

Y es que como inversionista, el objetivo es simple: maximizar el rendimiento de su portafolio con la menor exposición al riesgo, costo y esfuerzo posible. Para esto, los Certificados de Depósito son una solución ideal: estos instrumentos financieros le permiten al inversionista norteamericano diversificar y aprovechar los mercados de ultramar a nivel mundial con la misma comodidad y simplicidad propios de los demás valores y papeles comerciales norteamericanos, ausentes de las preocupaciones operacionales y logísticas que normalmente acompañan a las inversiones transfronterizas, pues lo pueden hacer desde sus propias bolsas y en la manera a la que están acostumbrados a negociar, y sin incurrir en costos adicionales, como sí lo harían en caso que decidieran comprar las acciones subyacentes en los mercados de origen.

Ofrecidos por compañías domiciliadas por fuera del territorio norteamericano, los DR pagan rendimientos financieros en dólares de los EE.UU.A., provenientes de los dividendos o intereses de los títulos subyacentes emitidos por la empresa emisora, y se cotizan y negocian de manera libre en los principales mercados de valores de ese país.

Esta facilidad es la que ha disparado el apetito de los inversionistas, trayendo como consecuencia un explosivo crecimiento del mercado de los Recibos de

⁷ http://www.adrbny.com/dr_search_by_country.jsp. Visitada el 4 de febrero de 2008.

Deposito durante los últimos 30 años. Según cifras entregadas por J.P. Morgan Chase & Co., hasta enero de 2008, más de 2.100 emisores, de más de 80 países, han creado Programas para emitir Recibos de Depósito con esa firma de servicios financieros, ampliando así su base de accionistas y captando recursos de capital⁸.

Actualmente los Certificados de Depósito contabilizan más del 17% de todo el mercado de valores de EE.UU.A.⁹, el más grande y con la mayor actividad del mercado de capitales en todo el mundo. Sólomente en los EE.UU.A., a marzo de 2006, el nivel de inversión en acciones extranjeras superaba los \$3.27 trillones de dólares, lo que refleja un crecimiento de casi 180 veces desde 1980, cuando ese mismo rubro sólo alcanzaba los \$19 mil millones de dólares¹⁰, y según cifras de J.P. Morgan y Bloomberg, durante el primer trimestre de 2007 el valor negociado de los certificados de depósito fue de \$ 591 mil millones de dólares, lo que representa un incremento de 43,9% con respecto al primer trimestre de 2006. Y el volumen de operaciones se encontraba en 18 mil millones de transacciones, lo que refleja un aumento de 20,6% para el mismo período¹¹.

No obstante, si bien la mayoría de los inversionistas reconocen los beneficios de la diversificación global, también entienden los desafíos que plantea a la hora de invertir directamente en los mercados locales, especialmente en las economías emergentes. Estos obstáculos pueden incluir inversiones ineficientes o poco viables a causa de la falta de información especializada, inseguridad jurídica, falta

⁸ http://www.adr.com/pdf/ADR_Reference_Guide.pdf *J.P. Morgan Depositary Receipt Reference Guide*, J.P. Morgan's central source for information on Depositary Receipts and international equities, página 3. Visitada el 4 de febrero de 2008.

⁹ http://www.adr.com/pdf/Business_Week.pdf, Revista Business Week, sección especial de anuncios, publicada en la edición del 21-28 Agosto Octubre de 2006, página 1. Visitada el 6 de febrero de 2008.

¹⁰ http://www.adr.com/pdf/Business_Week.pdf. Op. Cit, pág. 4. Visitada el 6 de febrero de 2008.

¹¹ http://www.jpmorgan.com/cm/Satellite?c=JPM_Content_C&cid=1159308558767&pagename=JPM_redesign%2FJPM_Content_C%2FGeneric_Detail_Page_Template. Visitada el 10 de febrero de 2008.

de liquidez, riesgo inflacionario, riesgo país, incertidumbre en los servicios de custodia, servicios financieros muy costosos y limitados, cargas impositivas, así como fuertes depreciaciones de las monedas por la relación o tipo de cambio. Los Recibos de Depósito superan muchos de esos obstáculos inherentes a la inversión internacional, especialmente los relacionados con los servicios financieros, de custodia y de transferencia de capitales; pero subsisten otras dificultades y contrariedades como la inestabilidad política, económica y jurídica, fenómenos propios de los mercados emergentes, y que constituyen la contrapartida natural de las altas valorizaciones que pueden ofrecer estos mercados.

Dadas estas deficiencias estructurales, los inversionistas al decidir invertir en un mercado diferente al propio, además de analizar los indicadores macroeconómicos, con los cuales verifican las condiciones económicas del mercado, toman en consideración el marco legal que regula la inversión extranjera.

Conscientes de la importancia de la inversión extranjera, y del impacto directo que ésta tiene en sus economías, la mayoría de los países ha adoptado regímenes legales a efectos de permitir la entrada y regular la dinámica de capitales foráneos. Se ha estudiado financieramente el impacto que tienen las normas en el desarrollo de los mercados de valores. Una investigación realizada en 2006 por el profesor RAFAEL LA PORTA¹² demostró que los mercados financieros no prosperan cuando se deja que las fuerzas del mercado actúen por sí solas, sin estar sujetas

¹² Rafael La Porta es profesor de finanzas en Tuck School of Business. Recibió su doctorado en economía de Harvard en 1994 y fue profesor en la facultad de Harvard a partir de ese momento hasta que se unió a Tuck en 2003 como profesor del curso de Finanzas Corporativas. La investigación del profesor La Porta se ha centrado en la protección del inversionista y el gobierno corporativo, un área conocida como "ley y las finanzas." Es un experto en las leyes y prácticas relativas a la protección del inversor alrededor del mundo, y en analizar cómo esas diferencias impactan las economías, los mercados de valores, y las empresas. Fuente: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/>. Visitada el 28 de abril de 2008.

a ninguna regulación o normatividad¹³. Los hallazgos de esa investigación sugirieron que la importancia de las leyes de valores residía principalmente en el fortalecimiento de la contratación privada entre los actores del mercado, en lugar de favorecer medidas de regulación pública, como por ejemplo la figura de un ente regulador del mercado, o el proscribir tipos o sanciones penales, pues considera LA PORTA que tales medidas no contribuyen realmente al desarrollo del mercado de valores. Por el contrario, los requerimientos de información y los parámetros de responsabilidad que protegen a los inversionistas frente a potenciales pérdidas, son aspectos propios de los mercados de capitales más desarrollados¹⁴.

Si bien es cierto que la legislación colombiana no ha recogido los últimos avances en la materia, tampoco ha sido ajena totalmente a dicho fenómeno. Nuestro mercado cuenta con un régimen vigente en materia de inversión extranjera, el cual se encuentra regulado en la Constitución Política¹⁵; en la Ley 9 del 17 de enero de 1991 y en el Decreto 2080 del 18 de octubre de 2000, reglamentario de la precitada Ley, y por el cual se expide el Régimen General de Inversiones de Capital del Exterior en Colombia y de Capital Colombiano en el Exterior; la Resolución Externa 008 del 5 de mayo de 2000 -Estatuto Cambiario- expedida por el Banco de la República, así como otras normas relacionadas.

Actualmente, cuatro de las más grandes empresas colombianas (Bancolombia S.A., Almacenes ÉXITO S.A., Corporación Financiera Colombiana S.A. e ISA S.A.)¹⁶ utilizan Programas de ADRs como mecanismo de canalización de recursos de capital extranjero, pero solamente los ADRs de Bancolombia están listados en la Bolsa de Valores de Nueva York (New York Stock Exchange o NYSE por sus

¹³ LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio y SHLEIFER, Andrei. *What Works in securities laws?*. The Journal of Finance. Vol. 61, No. 1, Febrero de 2006, Pag. 27.

¹⁴ LA PORTA, Op. Cit., pág. 28.

¹⁵ Véase los artículos 333 y 334 de la Constitución Política de Colombia.

¹⁶ http://www.adrbny.com/dr_country_profile.jsp?country=CO. Visitada el 22 de febrero de 2008.

siglas en inglés); los ADRs de las demás empresas no son listados en las Bolsas estadounidenses sino que son colocados de manera privada entre Inversionistas Institucionales (Qualified Institutional Buyers – QIBs)¹⁷ y se transan electrónicamente a través del sistema PORTAL. Todas han elegido como banco depositario en los EE.UU.A. al Bank of New York Mellon, dada su reconocida trayectoria en el mercado¹⁸.

Para dar un ejemplo con cifras de lo que significa para una empresa colombiana poder acceder a este mercado, se tiene el caso de Bancolombia S.A., en el que a 29 de febrero de 2008 se encontraban inscritos en el Fondo de ADRs de esa sociedad 56.215.778 ADRs¹⁹, lo cual, a precio de cierre de ese mismo día (USD \$33.75)²⁰, significa para Bancolombia una capitalización bursátil²¹ en la Bolsa de Nueva York de USD \$ 1´897.282.507,5.

Lo anterior es muestra fehaciente de la importancia que actualmente tienen, para las empresas colombianas los ADRs como mecanismo de canalización de recursos extranjeros en Colombia, quienes ven allí una clara oportunidad para acceder al mercado de capitales más grande y líquido del mundo, en busca de

¹⁷http://www.adr.com/pdf/ADR_Reference_Guide.pdf. Op. Cit. pág. 9 y 10. Visitada el 8 de febrero de 2008.

¹⁸ http://www.adrbny.com/dr_edu_basics_and_benefits.jsp El Bank of New York Mellon es el banco depositario de ADRs y GDRs más grande del mundo. Actualmente expide Certificados de Depósito para más de 2.250 programas con compañías domiciliadas en 78 países, pertenecientes a 39 diferentes sectores de la economía, lo que significa una participación del 65% del mercado global de Programas de Depósito patrocinados. Visitada el 16 de febrero de 2008.

¹⁹ Fuente: Vicepresidencia Secretaría General Bancolombia S.A. 3 de Marzo de 2008.

²⁰http://www.adrbny.com/dr_profile_tr_sum.jsp?parm=1&rptType=1&cusip=05968L102&month=200802. Visitada el 3 de marzo de 2008.

²¹ Por capitalización bursátil se entiende el valor que el mercado asigna al patrimonio de la empresa, según el precio al que se cotizan sus acciones. Resulta de multiplicar el número de acciones en circulación de la sociedad emisora por su precio de mercado. Se expresa en pesos ó en dólares. Tomado de: <http://capitales.eia.edu.co/glosario.htm#capitalizacion>. Fuente: Glosario Financiero Grupo de profundización en finanzas y mercados de capitales de la Escuela de Ingeniería de Antioquia. Visitada el 8 de abril de 2008.

obtener nuevo capital que les permita llevar a cabo sus lineamientos estratégicos. En consecuencia, los ADRs, entendidos como vehículos financieros de inversión extranjera con gran importancia en el actual mercado de capitales global, merecen un examen más detallado en orden a identificar la manera en que se presentan y funcionan las diferentes instituciones jurídicas, instrumentos, contratos y sujetos que intervienen en dichas operaciones.

En tal sentido, esta investigación jurídica se abordará metodológicamente desde tres perspectivas, no siempre de manera sucesiva, sino más bien concomitante, dada la complejidad propia de estas operaciones: una fase jurídico-exploratoria, en la que se darán los pasos preliminares frente al tema bajo examen, resaltando sus principales facetas e identificando de manera clara los sujetos, contratos e instituciones jurídicas presentes en el funcionamiento de un Programa de ADRs, lo cual traerá como resultado natural el descubrimiento de problemas jurídicos.

Otro aspecto jurídico-descriptivo, en el cual, utilizando el método de análisis, se descompondrán los problemas jurídicos identificados en sus diversos aspectos, estableciendo relaciones y niveles, en procura de ofrecer y construir una imagen clara del funcionamiento de las normas e instituciones jurídicas que intervienen en él. Y finalmente, una perspectiva jurídico-propositiva, con la que se busca cuestionar, si es del caso, la normatividad vigente, y las instituciones jurídicas aplicables para, luego de evaluar sus fallos, proponer cambios o soluciones jurídicas, claras y viables para los operadores jurídicos.

Así las cosas, luego del preámbulo de la introducción, que busca en primer lugar ubicar al lector mediante una ilustración amplia y holística del problema, se hará en el capítulo siguiente una descripción lo más detallada posible del ADR, pasando por su definición y características jurídicas más relevantes.

Posteriormente, en el tercer capítulo, se estudiarán las principales normas del mercado de valores en los EE.UU.A. y se examinará el papel que desempeña el ente regulador de valores de ese país. Este capítulo contará permanentemente con un trasfondo histórico, que ayudará al lector a entender las razones que alentaron la creación de estas leyes, y de paso a comprender con mayor claridad el estado actual de la regulación jurídica del mercado de valores norteamericano.

En el cuarto capítulo se examinará en detalle, mediante un ejemplo completo, la dinámica contractual de la operación transnacional, analizando los sujetos y contratos que intervienen en ambos países.

Una vez agotada esta primera gran fase que podríamos llamar la etapa exploratoria y descriptiva, de la cual se obtendrán los conceptos jurídicos, económicos y financieros básicos, se abordará el quinto y último capítulo con la firme intención de tratar de manera crítica algunos los problemas jurídicos que se presentan con ocasión de estas operaciones en el ordenamiento jurídico colombiano, capítulo que tratará varios problemas jurídicos, gravitará finalmente en torno al interrogante de saber si el tenedor de ADRs en EE.UU.A. ostenta o no, a la luz de la legislación comercial colombiana, el carácter de accionista en la sociedad colombiana que emite los títulos subyacentes (acciones).

El objetivo a seguir no será otro que construir desde un comienzo unas bases sólidas, que permitan comprender la operación de manera clara, tanto desde el punto de vista jurídico como financiero, para finalmente servirse de ello y abordar la discusión de los problemas jurídicos que se hayan podido identificar en el transcurso del estudio, pues es precisamente el ánimo de identificar algunos de los problemas jurídicos más relevantes que se presentan en el desarrollo de estas operaciones, y proponer soluciones a ellos, aplicando un cuerpo normativo y principios jurídicos determinados, lo que me alienta a emprender esta monografía.

1. DESCRIPCIÓN DEL ADR

1.1 DEFINICIÓN, NATURALEZA JURÍDICA Y PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

Los ADRs, o mejor, los Certificados de Depósito como expresión genérica, encuentran consagración legal expresa en la sección 2 del Título I de la Ley de Valores de 1933 (*Securities Act, 1933*), la cual establece que:

“SEC. 2, DEFINITIONS.—When used in this title, unless the context otherwise requires—

(1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.
Subrayas por fuera del texto.

Nótese pues que la definición que trae la ley sobre lo que debe y puede entenderse como valor (*security*²²) es bastante amplia, no obstante, el legislador consagró de manera expresa la naturaleza jurídica de *security* para los Certificados de Depósito que representan acciones, y es que es apenas lógico, pues seis años antes de la promulgación de la referida ley, ya la práctica financiera había creado y difundido ampliamente la negociación de estos instrumentos financieros entre los inversionistas de todo el país.

En consecuencia, los ADRs son valores (certificados de depósito negociables), nominados en dólares norteamericanos, emitidos en los Estados Unidos por un banco llamado Banco Depositario (*Depository Bank*), en forma nominativa (a nombre del titular) que representan la propiedad sobre acciones o bonos convertibles en acciones de una sociedad no estadounidense, o subsidiaria en el extranjero de una sociedad estadounidense, llamada Sociedad Emisora (*Issuer Client*). A esas acciones o bonos convertibles en acciones se les denomina técnicamente “títulos subyacentes” (*underlying securities*), y están representadas bajo la forma de ADSs (*American Depository Share* o Acción de Depósito Americano), los cuales a su vez se encuentran en custodia de un banco o

²² *The term "security" means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a "security"; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.* Tomado de *Securities Exchange Act of 1934, Section 3 (Definitions and Application), lit. a, num 10.*

institución financiera local²³ debidamente autorizada para el efecto, llamado banco custodio, o mejor, Custodio Local²⁴.

Así las cosas la emisión de ADRs se hace con el respaldo de los ADSs, que no son otra cosa que las unidades que representan acciones o bonos convertibles en acciones de la Sociedad emisora. La diferencia entre ADS y los títulos subyacentes es más formal que material.

Los ADRs son negociados en los Estados Unidos de acuerdo a las leyes norteamericanas, debiendo registrarse ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC), que es la autoridad que regula los mercados de valores estadounidenses, y mientras existan, permanecerán en el pasivo del Banco Depositario. Como cualquier otro valor listado en las bolsas estadounidenses, están depositados en el Depósito Central de los Estados Unidos.

1.2. DIFERENCIAS CON EL ADS

Debe hacerse en este punto una advertencia fundamental: no puede confundirse al ADR con el ADS, pues si bien ambos instrumentos están estrechamente relacionados, se trata claramente de dos títulos diferentes, a pesar del tratamiento indiscriminado que usualmente se les da.

El ADS es la unidad básica de negociación pues representa la acción de la Sociedad emisora, o mejor, es una acción, la misma acción, “la acción original” si

²³ Entiéndase, un banco o institución financiera domiciliada en el país de origen de la sociedad emisora.

²⁴ Se considera más adecuado hablar de Custodio Local, ya que se trata de un término más general que no compromete a priori la naturaleza de la institución financiera encargada de la custodia de los títulos, pues el Custodio bien puede ser un banco, o cualquier otra institución financiera distinta a un banco, vg.r. una Sociedad Fiduciaria o una Sociedad Comisionista de Bolsa, como es el caso de la legislación colombiana.

se quiere llamar, de la sociedad extranjera; mientras que el ADR es un certificado que representa un conjunto de ADSs, el cual a su vez equivale a un cierto número de acciones de la compañía foránea. El ADS está respaldado por las acciones en custodia, mientras que el ADR está soportado por los ADS.

En este orden de ideas, la ratio o proporción de acciones del emisor por ADS es una, y nada más que una, acción por ADS. Por el contrario, en cuanto al ratio de ADS por ADR, la Sociedad emisora buscará la asesoría de un Banco de Inversión en los EE.UU.A quien le ayudará a estructurar la emisión de los títulos en el mercado norteamericano, y para el efecto fijará la proporción de ADSs por ADR, así como el precio de los ADRs, en un nivel que sea adecuado para la negociación en el mercado de los Estados Unidos, no existiendo ninguna fórmula para su establecimiento²⁵. En adelante el precio del ADR será resultado del libre juego de la oferta y demanda, como ocurre para cualquier otra acción.

Puede decirse entonces, para recoger la esencia de las líneas anteriores, que podría hablarse indistintamente de un ADS o de una acción de la sociedad emisora, no así de un ADS y de un ADR, pues los ADSs son los títulos subyacentes de los ADRs, de modo que siempre los ADRs representan una cantidad exacta de ADSs que a su vez representan acciones o bonos que están en poder del Custodio Local.

En todo caso no debe olvidarse que, si bien los ADRs son valores diferentes a las acciones que los respaldan, sus precios son similares y en muchos casos, el precio del ADR en los mercados estadounidenses es determinante en la formación del precio en el mercado origen. En caso que existiera una diferencia entre el precio del ADR y el de la acción, éste no tardará en desaparecer pues habrá

²⁵ La proporción de acciones ordinarias a ADS es de uno a uno, en tanto que la proporción de ADR a ADS puede ser la que decida la compañía emisora. A veces, las empresas pueden emitir ADS que representen más de una de acción, pero no es lo más común.

alguien que aproveche esta excelente oportunidad para el arbitraje (comprar en el mercado en el que el precio está bajo y vender luego en el mercado con los precios más altos), pero esto será tema de capítulos posteriores.

1.3 UN PROGRAMA DE ADRS. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

1.3.1 SUJETOS

Como puede apreciarse, el Programa de ADRs representa un mecanismo de colocación de acciones en el mercado de valores de los EE.UU.A en el cual, al menos, interactúan tres sujetos. No obstante, en la práctica, suele intervenir un cuarto actor denominado Agente Colocador (*Broker-Dealer*²⁶), el cual dada su importancia económica merece ser tratado en este trabajo.

Analicemos brevemente quiénes son, cuáles son sus funciones y principales características, y en qué negocios jurídicos intervienen:

1.3.1.1 La sociedad emisora

La sociedad emisora es la sociedad domiciliada en un país distinto a los EE.UU.A, cuyos títulos emitidos (entiéndase acciones o bonos convertibles en acciones) soportan la emisión de los ADRs en los EE.UU.A.

Ya hemos señalado que el hecho de lograr la autorización de un Programa de Emisión de ADRs, sin lugar a duda, constituye un gran prestigio a nivel

²⁶ Se define como una firma de intermediación de valores, cuyo objeto es la compra y venta de valores por cuenta propia, con el propósito de venderlos posteriormente a sus clientes. *A brokerage firm that engages in the business of trading securities for its own account (i.e., as a principal) before selling them to costumers.* Traducción del autor. Tomado de Black's Law Dictionary, eight edition, Thomson West, 2nd reprint, 2007, pág. 205.

internacional para dicha empresa, pues es la máxima aspiración que puede tener cualquier sociedad no estadounidense que requiera obtener recursos de capital que su mercado de origen no es capaz de proveerle, pues si duda, el mercado de capitales estadounidense es el más grande y líquido del mundo.

Este hecho constituye un medio idóneo para que la sociedad emisora abra un camino de acceso a la inversión extranjera y atraer capital foráneo a su país de origen, al proyectar ganancias y rendimientos financieros interesantes para los inversionistas extranjeros, donde usualmente las tasas de interés o el logro de rentas fijas son bastante bajas respecto a los que pueda lograrse en mercados emergentes o distintos al mercado norteamericano.

Quizá una de las ventajas más importantes para la sociedad emisora es lograr captar Inversionistas Institucionales, quienes son los canalizadores más grandes de recursos de capital del mercado estadounidense, y de paso, del mundo.

El acto jurídico que lo vincula a la operación es el acuerdo de depósito "*deposit agreement*". Se trata de un contrato celebrado entre la sociedad emisora y un banco norteamericano, denominado banco depositario (encargado de emitir los ADRs en los EE.UU.A), y en virtud del cual la primera imparte instrucciones al segundo a cerca de la forma cómo se emitirán los ADRs en los EE.UU.A. Este contrato es de lejos, el negocio jurídico por antonomasia en los Programas de ADRs, pues sus disposiciones regulan los aspectos centrales del Programa.

El acuerdo de depósito contiene los términos y condiciones bajo las cuales serán emitidos los ADRs en el mercado estadounidense, dentro de las cuales se destacan las siguientes:

Responsabilidades, obligaciones y derechos del depositario y los titulares de los ADRs.

- Reducciones en las comisiones o posibles beneficios que el poseedor de los ADR pueda obtener con su compra.
- Derechos de voto que confieren las acciones subyacentes del emisor.
- La posibilidad de emisiones futuras por el emisor.
- Condiciones de transferencia y entrega de los ADR.
- Gastos del emisor.

Atendiendo a las principales clasificaciones del acto jurídico, puede decirse que este acuerdo de depósito es un negocio jurídico sinalagmático o bilateral pues produce obligaciones recíprocas entre las partes del contrato, a saber: para el banco depositario emitir los ADRs en los EE.UU.A de conformidad con las condiciones allí establecidas; y para la sociedad emisora pagar una remuneración por los servicios prestados; oneroso; conmutativo, toda vez que desde que se celebra el contrato los provechos y gravámenes son ciertos y conocidos por las partes, puesto que las prestaciones que las mismas deben darse, se encuentran precisas y determinadas desde entonces; y de tracto sucesivo, pues el cumplimiento del contrato se realiza mediante prestaciones periódicas diferidas en el tiempo. Estas mismas clasificaciones del acto jurídico, las comparten los demás negocios jurídicos involucrados en la activación de Programas de ADRs, tal y como se podrá apreciar a medida que se aborde cada uno de manera particular.

Por último debe indicarse que el acuerdo de depósito es un contrato claramente atípico o innominado, pues sus estipulaciones no encajan en ninguno de los actos legalmente reglamentados en nuestra legislación.

1.3.1.2 El Banco Depositario

Aún cuando no se trata del Banco que físicamente se encarga de la guarda o custodia de los títulos emitidos por la sociedad extranjera, se entiende por Banco Depositario, al Banco norteamericano que emite y cancela los ADRs, colocando estos certificados negociables en el mercado norteamericano y asumiendo responsabilidad frente a los adquirentes y tenedores posteriores sobre la real existencia de los valores extranjeros representados por los ADRs, para cuyo efecto cuenta con la participación de otro Banco extranjero (Custodio Local), que guarda físicamente las acciones que representan los ADRs.

El Banco Depositario se encarga de prestar todos los servicios como emisor de valores, entre los que se destaca: mantener el registro de los tenedores de los ADRs que hubiere emitido y registrar las transferencias de los ADRs, pagar los rendimientos financieros que la empresa hubiera decidido entregar, proporcionar la información que los inversionistas o tenedores de los ADRs requieran, para cuyo efecto, según convenios que tiene tanto con el Banco Custodio como con la Sociedad emisora, requiere permanentemente información sobre derechos, obligaciones y hechos de importancia vinculados con los valores representados por los ADRs.

Este Banco, además de actuar como enlace entre la Sociedad emisora y los inversionistas en los Estados Unidos, adelanta los trámites para emitir los ADRs en los Estados Unidos (cumple el proceso de registro ante la SEC, tal y como se explicará más adelante).

En cuanto a la naturaleza del Banco Depositario que emite los ADRs, puede tratarse de un banco comercial o de un banco “de segundo piso”²⁷.

²⁷ Los bancos de segundo piso son aquellas instituciones que no operan directamente con los particulares, sino que canalizan recursos financieros al mercado a través de otras instituciones

La actividad de este sujeto encuentra su fuente en dos negocios jurídicos diferentes: por una parte el Acuerdo de Depósito que celebra con la Sociedad emisora, del cual se habló en el numeral anterior, y por otra un encargo fiduciario individual, o un contrato de administración de valores, que celebra con la Sociedad administradora de fondos de inversión de capital extranjero (Custodio Local), en virtud del cual los títulos subyacentes permanecen en Colombia en un fondo institucional constituido y custodiado por esta última, a nombre del Banco Depositario. Este último contrato se abordará con detalle en el siguiente numeral.

1.3.1.3 El Custodio Local

Es un banco o institución financiera, debidamente autorizada por la legislación local para tener tal calidad; domiciliada en el mismo país de la Sociedad emisora, su labor es encargarse de la custodia física de los títulos subyacentes, es decir, de las acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones que representan los ADRs.

Para el caso colombiano, la legislación vigente en materia de inversión extranjera establece que a dichos fondos se les tiene como “de inversión de capital extranjero”, y más concretamente como fondos institucionales²⁸, y el artículo 31 Decreto 2080 del 18 de octubre de 2000 (Régimen General de Inversiones de

financieras intermediarias (IFI), complementando de esta forma la oferta de recursos que se pone a disposición del mercado, especialmente de las empresas.

²⁸ Los fondos de capital extranjero pueden ser de carácter individual o institucional. Los primeros se definen como aquellos fondos de personas naturales o jurídicas del exterior cuyo objeto principal no es realizar operaciones en mercados de capitales pero debido a estrategias financieras canalizan los excesos de tesorería a la inversión en mercados de capitales. Por el contrario, los fondos institucionales son aquellos patrimonios de personas constituidos por una o varias personas naturales o jurídicas extranjeras, cuyos recursos provienen de colocaciones privadas o públicas de cuotas o unidades de participación en el exterior, y su objeto principal es el de realizar inversiones en uno o varios mercados de capitales del mundo; o aquellos que se organizan bajo la modalidad de cuentas colectivas sin participación proindiviso sobre el patrimonio de inversionistas institucionales, administrados por intermediarios internacionales (fondos ómnibus). Los fondos de ADRs pertenecen a esta última especie, es decir, son fondos de capital extranjero institucionales. Ver artículo 27 Decreto 2080 de 2000.

capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior) preceptúa que la administración en Colombia de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero le corresponde únicamente a las sociedades fiduciarias o las sociedades comisionistas de bolsa. En consecuencia, sólo podrán actuar como Custodios Locales las precitadas sociedades.

Así las cosas, en virtud de un encargo fiduciario individual, o un contrato de administración de valores, que celebra el Banco Depositario con la Sociedad administradora de fondos de inversión de capital extranjero (Custodio Local), los títulos subyacentes permanecen en Colombia en un fondo institucional constituido y custodiado por esta última, a nombre del Banco Depositario, en otras palabras, los títulos subyacentes permanecerán en una cuenta del banco depositario en el banco custodio local.

El objeto de dicho contrato no es otro que, por parte del Custodio Local, encargarse y responsabilizarse de custodiar físicamente los valores (títulos subyacentes) que estarán representados por los ADRs que emita el Banco Depositario en los EE.UU.A. Para el efecto se constituirá un Fondo Institucional de Inversión de Capital Extranjero, que estará compuesto por los títulos subyacentes de los ADRs, títulos que le entregará la Sociedad emisora al Custodio Local una vez se coloquen los ADRs en el mercado norteamericano. De este modo el Banco Depositario tendrá todo el respaldo para poder emitir los ADRs en el mercado estadounidense; y como contraprestación, el Banco Depositario, deberá pagar al Custodio Local los servicios de custodia y administración derivados del encargo fiduciario.

En suma, en desarrollo de ese encargo fiduciario, el Custodio Local asumirá la administración general del fondo institucional, sirviendo así de nexo en múltiples aspectos entre la Sociedad emisora y el Banco Depositario, sobre cuya base este último asume obligaciones frente a los inversionistas. No obstante, las funciones

que este Custodio Local cumplirá, deberán establecerse de manera detallada y precisa en el contrato que suscriba con el Banco Depositario. Fíjese que este contrato, al igual que el acuerdo de depósito, es un negocio jurídico bilateral, oneroso, conmutativo y de tracto sucesivo.

Adicionalmente, el artículo 31 del Decreto 2080 de 2000 dispone que el administrador local de cada fondo lo representará en todos los asuntos derivados de la inversión, siendo responsable por el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias que le sean aplicables.

Por último debe decirse de paso que, al entender del autor, el legislador ha dado un tratamiento anti técnico a los fondos de los Programas de ADRs, pues en el artículo 41 del Decreto 2080 de 2000 los hace ver como inversión de portafolio y les da tratamiento de tal; pero el artículo 27 del mismo estatuto, que trae la definición de lo que debe entenderse por fondo de inversión de capital extranjero, excluye por definición a los fondos pertenecientes a los Programas de ADRs, pues dicho artículo establece que “el patrimonio organizado bajo cualquier modalidad, en Colombia o en el extranjero, con recursos aportados por una o más entidades o personas naturales o jurídicas extranjeras, con el propósito de realizar inversiones en el mercado público de valores” (subrayas por fuera del texto original), y como ya se ha dicho, el fondo administrado por el Custodio Local no busca realizar inversiones en el mercado público de valores colombiano, de modo tal que el objetivo que persigue es tan diferente, que es perfectamente predicable afirmar que no se debería asimilar a fondo de inversión de capital extranjero, y mucho menos a una inversión de portafolio, como lo ha hecho parecer forzosamente nuestro legislador, más por desconocimiento y falta de técnica legislativa y financiera. En fin, este será otro aspecto que se analizará más adelante, cuando nos encontremos en un escenario más propicio.

1.3.1.4 El Agente Colocador (*Broker-Dealer*)

Debe advertirse en primer lugar que, tal y como se dijo al comienzo de este acápite, la participación del Agente Colocador en el proceso de creación de un Programa de ADRs no es esencial, en otras palabras, bien podría la Sociedad emisora encargarse directamente de la colocación de los ADRs en el mercado norteamericano; pero salta a la vista que no es la opción más conveniente, pues quién querría prescindir del acompañamiento de un experto en la captación de recursos en los mercados financieros más sofisticados, y por ende más complejos y competidos, si de ello depende en últimas el éxito del Programa. Pero al margen de cualquier consideración de conveniencia o inconveniencia, debe decirse que la participación de este sujeto no es un requisito *sine qua non* para la creación de un Programa de Emisión de ADRs.

No obstante lo anterior, se abordará el tema con el propósito de brindar la suficiente ilustración al lector.

Así las cosas en el proceso de emisión de los ADRs usualmente participa otro banco: un Banco de Inversión²⁹, usualmente norteamericano, denominado Agente Colocador, quien es el encargado de comprar las acciones extranjeras y luego ofrecerlas en los Estados Unidos. Su labor es meramente comercial, y se limita a la colocación de los ADRs en el mercado estadounidense, labor que adelanta en desarrollo de un contrato de *underwriting* celebrado con la Sociedad emisora, y en virtud del cual adquirirá un compromiso en firme, hará su mejor esfuerzo, o

²⁹ La Banca de Inversión moderna ha ampliado su campo de acción mediante el desarrollo de operaciones en el área de finanzas corporativas y la exploración de nuevas alternativas de financiación. En este nuevo horizonte actúa como asesora de empresas en programas de reestructuración financiera; en procesos de fusión, adquisición o venta de empresas; en el impulso a las inversiones en capital de aventura (*venture capital*); en transacciones financieras como los intercambios de deuda por capital (...) en la financiación de proyectos; en los procesos de privatización de las empresas estatales, etc. Tomado de CALDERÓN, José Fernando. *Banca de Inversión. Principales Operaciones y su desarrollo en Colombia*, en Revista de Derecho Privado, Universidad de Los Andes, Editorial Temis, volumen II, diciembre de 1998, pág. 3.

garantizará (según lo pactado en el contrato) la colocación en todo o en parte de la emisión de títulos hecha por la sociedad extranjera. Para brindar una mayor claridad en este punto, se expondrán de manera muy breve las características esenciales del contrato de underwriting.

- **Del contrato de *Underwriting***

No existe en el idioma español un término que traduzca adecuadamente el significado del *underwriting* el cual, en su acepción más amplia se refiere a la compra de una emisión de títulos valores a un precio fijo garantizado con el propósito de vender esta emisión entre el público³⁰. **Etcheverry** afirma que es una expresión que proviene de la actividad aseguradora, en la que se aplica generalmente con relación al reaseguro, pero que el uso corriente de esta palabra se vincula con la actividad del mercado de capitales. De allí que su significado tenga que ver con la actividad financiera, por lo que se halla incorporada al repertorio de los contratos financieros, y específicamente, bancarios³¹.

Se trata claramente de un contrato atípico; siempre bilateral (sin importar que una de las partes esté integrada por varios sujetos, como sucede en el caso de los sindicatos de *underwriters*, tal y como se explicará más adelante); conmutativo pues es útil para ambas partes, existe un equilibrio económico entre las prestaciones, y la utilidad puede ser apreciada desde el momento mismo de la celebración del contrato³²; y lógicamente de tracto sucesivo, pues la colocación de los títulos es un proceso que toma un tiempo considerable.

³⁰ Tomado de ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. *Contratos Mercantiles: Contratos Atípicos*. Quinta edición. Bogotá: Biblioteca Jurídica Diké, 2004. v.2, pág. 207.

³¹ ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. *Derecho comercial y económico: Contratos parte especial*. Buenos Aires, Editorial Astrea, 2000. Tomo 3, pág. 319.

³² Tomado de OSPINA FERNANDEZ, Guillermo. *Teoría general del contrato y del negocio jurídico*. Sexta edición actualizada. Bogotá. Ed. TEMIS, 2000, pág. 63.

De manera más estricta, puede decirse que se trata de una operación realizada a través de la Banca de Inversión mediante la cual, sólo u organizada en sindicato, se compromete a colocar una emisión, o parte de ella, en el mercado.

Boneo Villegas sostiene que “es el contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio de la cual la primera se obliga a prefinanciar, en firme o no, títulos valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación”³³.

No cabe ninguna duda en que el objeto de este contrato no es otro que la prefinanciación de la emisión de títulos que realiza una sociedad comercial³⁴.

La operación de *underwriting* se inicia con la asesoría al cliente, en este caso a la Sociedad emisora, y puede ser de varias modalidades atendiendo al nivel de compromiso que asuma el *underwriter*. Dicho sea de paso que la doctrina nacional y extranjera coincide en señalar dos modalidades básicas de *underwriting*, aunque los distintos autores las denominan de diversa manera:

Underwriting en Firme o Adquisición directa: el agente financiero (entiéndase banco de inversión, entidad financiera, o para nosotros Agente Colocador) adquiere para sí mismo, de inmediato, la totalidad de los títulos de la emisión respectiva, obligándose luego a colocarlos por su propia cuenta, dentro del plazo más conveniente y en las mejores condiciones posibles, de modo que la ganancia que percibe el agente financiero está representada por la diferencia (*gap* o *spread*) que existe entre el precio de compra y el de la venta posterior. En el evento en que

³³ BONEO VILLEGAS, Eduardo J. y BARREIRA DELFINO, Eduardo A. *Contratos bancarios modernos: banca moderna, leasing, factoring, underwriting*. Abeledo-Perrot, 1994, pág. 75.

³⁴ BARBIER, Eduardo Antonio. *Contratación bancaria*. Buenos Aires, Editorial Astrea, 2002. Tomo 2, pág. 257.

el *underwriter* no logre colocar la totalidad de valores que adquirió, quedará en su patrimonio dicho remanente.

Como bien señala **Linares Bretón**, esta modalidad de *underwriting* se asimila al contrato de suscripción en tanto el agente financiero realiza la adquisición de los títulos, pero se diferencia por cuanto dicha adquisición está convenida de antemano con expresa estipulación de su posterior colocación entre el público³⁵.

Fíjese que bajo esta modalidad el agente financiero se convierte en accionista de la sociedad emisora, condición que mantiene hasta la colocación en el mercado de los títulos adquiridos, lo cual es en últimas la consecuencia natural de este contrato, pues no es propio de este negocio jurídico que el agente financiero se consolide como accionista del emisor.

- *Underwriting* Garantizado: así lo ha llamado la doctrina colombiana de manera más o menos unánime, y consiste en que el agente financiero “garantiza” al emisor de los valores la colocación de los mismos dentro de un plazo determinado, con el compromiso de adquirir el remanente que no logre colocar en dicho plazo. No obstante considero más acertada la definición que trae la doctrina argentina, recogida por **Barbier**, y según la cual “el *underwriter* prefinancia la emisión de los títulos y se obliga a procurar la colocación de los mismos en el mercado, pero por cuenta y riesgo del emisor, y se obliga únicamente a adquirir aquella porción de títulos emitidos que no hubieran sido adquiridos por el público inversionista”³⁶; por eso algunos autores han denominado esta modalidad de *underwriting* como “Stand By” o “no en firme”, o “adquisición posterior”³⁷, postura a la que me adhiero.

³⁵ LINARES BRETÓN, Samuel. *La operación financiera de underwriting*, La Ley, pag. 140.

³⁶ BARBIER Op. Cit. pág. 268.

³⁷ Así, por ejemplo, BARBIER Op. Cit. pág. 267. En igual sentido ETCHEVERRY Op. Cit. pág. 326.

- Underwriting al Mejor Esfuerzo: bajo esta modalidad el agente financiero se compromete con el emisor a realizar sus mejores esfuerzos a fin de colocar la emisión en el mercado a un precio fijo y dentro de un plazo determinado, mediante el pago de una comisión, pero sin asumir su prefinanciación. En este caso, el agente financiero no está corriendo ningún riesgo por cuanto lo que le interesa al emisor es la experiencia que posee el underwriter en este campo, y no su capacidad financiera para absorber los títulos en caso de que no puedan ser colocados.

A pesar que esta última modalidad ha sido ampliamente recogida por nuestra doctrina³⁸, algunos autores no la consideran en estricto sentido una verdadera modalidad propia del *underwriting*, en tanto les resulta claro que en este caso no se configura un verdadero contrato de *underwriting*, ya que no existe el elemento básico que lo caracteriza, es decir, la prefinanciación (total o parcial) de la emisión³⁹. En consecuencia prefieren llamar a esta operación “intermediación en la colocación”, pues se trata, en rigor, de un corretaje comercial y no de un *underwriting*, posición a la cual igualmente coadyuvo.

Si la cuantía del *underwriting* es pequeña en relación con el capital del Banco de Inversión que actúa como Agente Colocador, éste puede decidir tomar el riesgo total de la colocación de la emisión. Sin embargo cada día son más comunes las emisiones de gran volumen, lo que en la gran mayoría de los casos amerita la reunión de varios *underwriters* para llevar a cabo la labor de colocación. En estos casos el Banco de Inversión (Agente Colocador) conformará y coordinará un Sindicato de *underwriters* encargado de hacer la Oferta Pública de venta en el

³⁸ Véase por ejemplo *Seminario sobre underwriting de valores*. Banco de la República, Comisión Nacional de Valores, Corporación Financiera Internacional y otros. Bogotá abril 2, 3 y 4 de 1984, pág. 16.

³⁹ Es la opinión de ETCHEVERRY, Op. Cit. pág. 326.

mercado norteamericano, previo convenio con el emisor, asumiendo cada *underwriter* la obligación de colocar los títulos que le corresponda en la emisión⁴⁰. En este orden de ideas, el Agente Colocador suscribe en primer lugar un Convenio con los demás *underwriters* que forman el sindicato, pues antes que éste pueda adquirir una obligación definitiva con el emisor a cerca de los detalles del *underwriting* debe obtener la aprobación formal de los miembros del sindicato. Luego de lograda dicha aprobación, el Agente Colocador celebra el contrato de *underwriting* con el emisor en representación de todo el sindicato. En este orden de ideas, se reitera, tal y como se había expresado unas líneas más arriba, que es claro que estamos frente a un negocio jurídico bilateral, en el cual una de las partes es la sociedad comercial que emite los títulos que se ofrecerán, y la otra parte es el agente colocador o *underwriter*. Y esta clasificación no variará en caso de que la sociedad comercial contrate con un sindicato de *underwriters*, porque a pesar de que se necesita un acuerdo interno entre los diferentes *underwriters* entre si, ese es un acto distinto del contrato de *underwriting* propiamente dicho, pues éste (el contrato de *underwriting*) se reputa realizado únicamente entre la sociedad comercial y el coordinador del sindicato de *underwriters*, pues su principal función es precisamente actuar como vocero único del sindicato frente a la sociedad comercial (emisor). Es decir, el acuerdo entre los *underwriters* es un acto autónomo, diferente y previo del contrato de *underwriting* propiamente tal, por eso no deben confundirse.

⁴⁰ Este fenómeno se conoce como “sindicación”, y alude a la reunión de varios bancos de inversión (*underwriters*) bajo la dirección o coordinación de un banco de inversión que actuará como *manager underwriter*, quien es el que escoge a los miembros del sindicato de *underwriters*; encabeza el proceso de colocación y es el representante de todos los *underwriters* que forman el sindicato frente a la Sociedad emisora. Por lo general el banco de inversión que actúa como *manager underwriter* es el que consiguió el negocio con la Sociedad emisora. De esta manera el *manager underwriter* no sólo comparte con los demás *underwriters* tanto el riesgo como las utilidades que se esperan obtener en ese negocio concreto, sino que también se asegura que se buscará su participación en otros *underwritings* que encabecen sus colegas-competidores en la industria de la banca de inversión, pues cada banco de inversión tiene plena conciencia de la importancia que la reciprocidad reviste en sus relaciones con los demás *underwriters*. Véase *Seminario sobre underwriting de valores*, Op. Cit. pág. 16.

En todo caso, las partes del contrato de *underwriting* serán siempre dos, y sólo dos, sin importar que una de ellas esté integrada por varios sujetos.

Ahora bien, lo que si debe saberse es que ese convenio o acuerdo adoptado entre los diferentes *underwriters* que conforman el sindicato, y en virtud del cual el *underwriter manager* o coordinador *underwriter* obtiene la aprobación formal de los demás *underwriters* para suscribir el contrato de *underwriting* con la sociedad emisora, es un acto jurídico unipersonal complejo o colectivo: unipersonal porque a pesar de que en él intervienen los votos de los miembros que forman el sindicato, el acto jurídico resultante, es decir, el acuerdo o convenio, se reputa realizado por el sindicato como agente único; y complejo o colectivo porque supone el concurso de voluntades de todos los *underwriters* que intervienen en su perfeccionamiento.

Respecto de la compra de una emisión, normalmente los *underwriters* sólo se obligan de manera conjunta, y no solidaria, de modo que cada *underwriter* se hará responsable únicamente de su cuota en la emisión, y no se obliga a que el grupo de *underwriters* coloque el total de la emisión⁴¹.

Volviendo a la labor del Agente Colocador, éste es el que realiza el estudio de mercado previo, y por ello garantiza que los títulos subyacentes son una interesante opción de inversión; realiza la promoción de los ADRs al mercado (*Roadshow*) y, por último los coloca.

Para ello necesitará estar en constante comunicación con el Banco Depositario, pues una vez el Agente Colocador haya comprado los títulos subyacentes en el mercado de origen de la Sociedad emisora, y haya colocado esa emisión de títulos en el mercado norteamericano, deberá dar aviso de tal hecho al Banco

⁴¹ Tomado de *Seminario sobre underwriting de valores*. Op. Cit., pág. 18.

Depositario, quien deberá expedir los ADRs al inversionista que compró los títulos, para lo cual a su vez deberá asegurarse de tener en su poder los títulos subyacentes que respalden la emisión ADRs, lo cual como ya se dijo, se logra a través del encargo fiduciario que celebra con el Custodio Local.

El colocador internacional adelanta un proceso similar a la estructuración de una emisión de acciones en el mercado local estadounidense, con el fin de determinar la profundidad del mercado y el apetito de los inversionistas de ese país por el título del emisor extranjero; y es que el banquero de inversión es un experto en la innovación de operaciones financieras que generalmente son utilizadas para financiar planes de expansión y proyectos de inversión de las empresas comerciales. En el área de finanzas corporativas, se incluyen las actividades de consecución de recursos por medio de la emisión masiva de títulos, dentro de lo que se destaca, lógicamente, los Programas de Emisión de ADRs.

La Banca de Inversión tiene como función principal la formación de capital. Esta función la desarrolla mediante la prestación de una serie de servicios de finanzas corporativas que tienden a optimizar el funcionamiento de los mercado de capitales y a agilizar la consecución de fondos para llevar a cabo proyectos empresariales⁴².

1.3.1.5. Los Inversionistas

Son las personas naturales o jurídicas, domiciliados dentro o fuera de los EE.UU.A que adquieren los ADRs en los mercados de valores de los EE.UU.A. Los inversionistas están divididos en dos grandes grupos:

⁴² Concepto Superintendencia Financiera 2005028004-2 del 27 de junio de 2005.

- **Inversionistas Institucionales (Qualified Institutional Buyers – QIBs)**

También llamados Inversionistas Calificados, son los inversionistas norteamericanos con mayor capacidad de compra, tanto en el mercado bursátil como en el extrabursátil (OTC).

El término "Comprador Institucional Calificado " o "QIB" es definido por la SEC en la Regla 144-A de la Ley o Acta de Valores de 1933, en la que se le describe como un comprador de valores altamente sofisticado y que está legalmente reconocido por los reguladores del mercado que necesitan menos protección que los inversionistas privados o individuales, por tener acceso a información financiera altamente especializada⁴³. Generalmente se trata de una sociedad que posee e invierte grandes cantidades de valores, que oscilan entre los \$10 y los \$100 millones de dólares como mínimo, dependiendo del tipo de QIB. Allí se incluyen los bancos, instituciones de ahorro y préstamo, compañías de seguros, sociedades de inversión, Fondos de Empleados, o entidades de propiedad exclusiva de inversores calificados.

Cuando el Agente Colocador decide apoyar un Programa de ADRs, se presume que ha realizado controles, estudios, análisis y revisiones rigurosos, lo que infunde confianza al inversionista; pues de no lograrse las proyecciones esperadas, difícilmente el mismo *Broker* podría colocar sus ADRs referidos a otros valores entre sus clientes inversionistas.

⁴³ *Securities and Exchange Commission* 17 CFR Part 230 [Release No. 33-8041; File No. S7-23-01]. Tomado de <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8041.htm>. Visitada el 26 de marzo de 2008.

- **Inversionistas privados (Retail Investors)**

También llamados inversionistas individuales⁴⁴ o pequeños inversionistas. Se trata de personas naturales, domiciliadas dentro o fuera de los EE.UU.A., que acuden al mercado bursátil de ese país para adquirir ADRs de sociedades extranjeras. A pesar de que se trata de inversionistas con menor capacidad impacto en el mercado en relación con los Inversionistas Institucionales, son un grupo bastante destacado para el mercado de capitales estadounidense. Así lo ratifica un estudio hecho por el Bank Of New York Mellon en el mes de noviembre del año 2005, según el cual la comunidad de pequeños inversores de los EE.UU.A. es el mayor grupo de los inversionistas individuales en el mundo, con más de 84 millones de inversionistas. De los aproximadamente 106,5 millones de hogares en los EE.UU.A., 49,5%, o 52,7 millones de hogares, poseen inversiones en acciones⁴⁵. De hecho, según John Nersesian, Director Gerente de *Nuveen Wealth Management Services* "entre las firmas de corretaje, el nivel recomendado para la composición del portafolio internacional de un inversionista norteamericano ha aumentado recientemente a alrededor del 15 por ciento."⁴⁶

Puede predicarse tanto para los inversionistas institucionales como para los inversionistas privados que:

En cuanto a la posibilidad del inversionista tenedor de un ADR de ejercitar todos los derechos inherentes a los valores representados por dicho Certificado, puede mencionarse de manera transitoria, pues será objeto de debate posterior, que por ejemplo, en el caso de acciones ordinarias, puede instruir el sentido de su voto,

⁴⁴ <http://financal-dictionary.thefreedictionary.com/Retail+investors>. Visitada el 18 de mayo de 2008.

⁴⁵ http://www.adrbny.com/files/Access_Investor.pdf. Visitada el 25 de marzo de 2008.

⁴⁶ Tomado de "Going Global May Help Investors Balance Portfolios." Nuveen Investments. Yahoo! Finance. Septiembre 12 de 2005, <http://biz.yahoo.com/bw/050912/125989.html?.v=1>., citado en http://www.adrbny.com/files/Access_Investor.pdf. Visitada el 25 de marzo de 2008.

que será ejecutado por el Custodio Local en el país de ubicación de la Sociedad emisora, en oportunidad que se realicen las Asambleas de Accionistas; salvo que el Banco Depositario haya logrado hacer renunciar al inversionista al ejercicio de este derecho, con la finalidad de ejercerlo él y así lograr votos no divergentes por la totalidad de las acciones representadas en los ADRs emitidos.

Según la ley norteamericana, el tenedor de un ADR debe revelar el origen y monto de su inversión, los fines de su adquisición, el monto y porcentajes de los ADR que mantiene en su poder, así como todos los detalles relacionados con su participación en la adquisición de ADR. Esto es, debe proporcionar informaciones más allá del simple monto de su inversión.

Hechas las anteriores precisiones, pasemos a referirnos a los distintos Niveles de Emisión de los ADRs que existen actualmente.

1.3.2 Niveles de emisión

Como ya se dijo en el primer capítulo, los ADRs permiten que la empresa emisora de los títulos subyacentes acceda a mercados de capital fuera de su país, para así ampliar su base de accionistas, obtener más capital y aumentar su visibilidad. No obstante, los emisores deben evaluar cuidadosamente cuáles son sus objetivos de negocio, para así seleccionar la forma más adecuada de estructurar el Programa de ADRs. Para el efecto deberá analizarse si se desea ampliar la base de inversionistas o aumentar capital; si se busca incrementar la liquidez y el reconocimiento en los EE.UU.A. o en otros mercados; si se pretende ofrecer los títulos a inversionistas institucionales o a inversionistas privados; en fin, para todas esas necesidades existen diferentes niveles de implementación y estructuración del Programa.

Para responder a esas diversas necesidades, se han creado distintos Niveles y Programas de Emisión de ADRs.

Así las cosas, existen cuatro niveles de emisión de ADRs:

1.3.2.1 Programas de Nivel I

Es el método más rápido y simple mediante el cual empresas no estadounidenses pueden ofrecer sus acciones en los mercados bursátiles de los Estados Unidos. Estos ADRs no están listados en una bolsa de valores norteamericana ni en el NASDAQ, pero pueden ser compradas y negociadas en el mercado OTC (*Over the Counter Market*) a través de las hojas rosadas o del pizarrón de anuncios de mercados OTC de la Asociación Nacional de Comisionistas de Valores (NASD), o en ambos sitios. Un Programa de Emisión Nivel I no crea capital en los EE.UU.A., pero le da a la sociedad extranjera la oportunidad de ampliar su base de accionistas mediante la negociación en el mercado extrabursátil de los EE.UU.A.

Como en todo caso estos títulos pueden ser adquiridos por norteamericanos, se requiere su registro previo ante la SEC, pero en el caso del Programa de Emisión Nivel I, el emisor tiene un régimen de información más laxo, pues está cobijado por la exención contemplada en la Regla 12g3-2(b).

Estos ADRs son emitidos sobre acciones existentes, de modo que los nuevos ADRs se crean mediante la emisión y cancelación de las acciones en el mercado de origen del emisor.

1.3.2.2 Programas de Nivel II

A diferencia del Programa de Emisión Nivel I, estos ADRs de este Programa se listan y cotizan en un mercado de valores nacional de Estados Unidos, bien sea la Bolsa de Nueva York (NYSE y AMEX), o el NASDAQ. El emisor debe igualmente

proporcionar periódicamente a la SEC información relevante y financiera mediante el diligenciamiento de la Forma 20-F ⁴⁷. Al cotizar en una bolsa importante de Estados Unidos, estas empresas aumentan su visibilidad y tienen un ritmo de operaciones más activo. Un ADR de Nivel II cotiza en el mercado de valores de Estados Unidos, pero no le permite a la sociedad extranjera ampliar capital durante el proceso de admisión de sus valores en Bolsa.

Igual que los ADRs de los Programas Nivel I, los ADRs de los Programas Nivel II son emitidos sobre acciones existentes, y en consecuencia su mercado “natural” es el mercado secundario.

Listar un ADR significa que éste se transará en las tres principales bolsas de valores de los EE.UU.A., a saber: *New York Stock Exchange* (NYSE), *American Stock Exchange* (AMEX), o *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System* (NASDAQ), lo cual trae como consecuencia indefectible una mayor visibilidad en el mercado de los EE.UU.A., una negociación más activa de los títulos, y un incremento su potencial de liquidez.

1.3.2.3 Programas de Nivel III

Esta modalidad, considerada de alto perfil financiero⁴⁸, permite a la sociedad extranjera emitir nuevas acciones y ofrecerlas a través de Oferta Pública Primaria a los inversionistas en Estados Unidos. Estos valores cotizan en uno de los principales mercados de valores de Estados Unidos, dentro de los que se destacan la Bolsa de Nueva York (NYSE y AMEX), o el NASDAQ, y tienen los

⁴⁷ En esta forma se debe presentar la siguiente información: negocios de la compañía; situación financiera; directores; ejecutivos y principales accionistas; procedimientos legales; información de los mercados en los que cotizan los títulos emitidos por la empresa; informes financieros auditados del último ejercicio; entre otras.

⁴⁸ Los ADRs de Nivel III son seguidos muy de cerca por la prensa financiera y otros medios de comunicación, a menudo generando importantes niveles de visibilidad para el emisor. Fuente: *J.P. Morgan Depositary Receipt Reference Guide*, Op. Cit. Pág. 11.

mismos requisitos de notificación y registro que las empresas norteamericanas que cotizan en las bolsas de valores norteamericanas. Igual que las empresas con Programas de Nivel II, las del Nivel III aumentan su nivel de visibilidad y su ritmo de operaciones en los mercados de capitales de Estados Unidos, pero a diferencia de aquéllas también amplían capital al realizar una Oferta Pública.

Al ser los títulos con mayor visibilidad, el nivel de información requerida aumenta considerablemente, pues deben diligenciarse dos formularios: la Forma F-1, en la que se registran los títulos subyacentes de los ADRs que serán ofrecidos, así como el prospecto de emisión el cual contiene (i) el precio al que se ofrecerán los títulos, (ii) el plan del emisor para distribuir los ADRs y (iii) la información del emisor, del negocio que desarrolla y de los riesgos inherentes al mismo, en procura de brindar la suficiente informando a los potenciales inversionistas⁴⁹. Igualmente, una vez completado el proceso de registro, el emisor debe cumplir con un reporte anual, para lo cual debe diligenciar la Forma 20-F, quedando la empresa emisora de los títulos subyacentes obligada a entregar continuamente información relevante para los inversionistas. Este reporte contiene información financiera detallada del emisor, en la cual además se exige que los Estados Financieros estén plenamente conciliados a los Principios Contables Generalmente Aceptados (GAAP) para su remisión a la SEC.

1.3.2.4 Programas de Nivel IV, según Regla 144-A

Reciben su nombre de la Regla 144-A de Ley o Acta de Valores de 1933 de los Estados Unidos (*Securities Act, 1933*), que es la disposición legal que regula las negociaciones privadas de valores entre Inversionistas Institucionales (*QIBs*).

Es la forma más rápida, y más rentable de obtener capital en los Estados Unidos. Igual que en los Programas Nivel III, con la Regla 144-A la sociedad emisora crea

⁴⁹ *J.P. Morgan Depositary Receipt Reference Guide*, Op. Cit. Pág. 11.

nuevas acciones que luego se colocan a través de Oferta Privada Primaria entre los inversionistas institucionales en los EE.UU.A.

A estos títulos se les tiene como “valores restringidos”⁵⁰ (*restricted securities*), y no pueden ofrecerse públicamente. En este orden de ideas, estos ADRs no son listados en las Bolsas estadounidenses, sino que se negocian electrónicamente y de manera privada a través del sistema PORTAL⁵¹.

Este Programa es similar al Programa Nivel III en cuanto a las formalidades que debe cumplir el emisor ante la SEC. Los ADRs emitidos bajo este Programa sólo podrán venderse al público no institucional después de dos años de su colocación.

Esta regla permite las transacciones con títulos sin que necesariamente estén registrados ante la SEC, y crea un mercado especial semiprivado al que sólo pueden acceder aquellos inversionistas denominados *QIBs*, o Inversionistas Institucionales. De esta forma se le permite a las empresas extranjeras asentarse de manera privada en los mercados de Estados Unidos. Sus acciones (o títulos en general) pueden ser adquiridos por Inversionistas Institucionales autorizados,

⁵⁰ Los “valores restringidos” son aquellos adquiridos en una oferta privada, no registrada ante la SEC, directamente del emisor o de una filial del emisor. El Artículo 144 (a) (3) de la Ley de Valores de 1933 identifica las ventas que producen valores restringidos. Por lo general llevan una leyenda de “Restringido” que indica que los valores no pueden ser revendidos en el mercado público a menos que se reúnan las condiciones descritas en esa misma regla, o se adelante el respectivo registro ante la SEC. Fuente: <http://www.sec.gov/investor/pubs/rule144.htm>. Visitada el 10 de marzo de 2008.

⁵¹ PORTAL es un acrónimo de *Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages* (Ofertas privadas, Reventa y Negociación automatizada a través de vínculos de comercio), un sistema automatizado de cotización por pantalla que proporciona precios e información específicamente para las emisiones de la Regla 144-A en los EE.UU.A. PORTAL fue desarrollado por la NASD (*National Association of Securities Dealers*) para apoyar la distribución de las ofertas privadas y facilitar la liquidez en el comercio secundario de la Regla 144-A, y es administrado por esa misma Asociación atendiendo a lo dispuesto en la norma 144-A de la Ley de Valores de 1933.

inversores que, por su jerarquía y capacidad, llevan a cabo sus propias investigaciones de mercado y por tal razón se les considera como los actores más informados, y en consecuencia no se exige el registro de estos Programas ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (SEC), y los requisitos de notificación son los menos estrictos.

Las características de cada clase de ADR enunciadas en las líneas anteriores se resumen en el siguiente cuadro.

Tipo de Programa	Listado en NYSE, AMEX o NASDAQ	No Listado	Inversionistas Privados	Inversionistas Institucionales (QIBs)	Amplía base de Accionistas	Aumenta Capital
Nivel I <i>No Listado (OTC)</i>		•	•	•	•	
Nivel II <i>Listado</i>	•		•	•	•	
Nivel III <i>Listado/Oferta Pública</i>	•		•	•		•
Nivel IV Regla 144-A <i>No Listado/ Oferta Privada entre Inversionistas Calificados QIBs</i>		•		•		•

1.3.3 Tipos de Programa

Adicionalmente, los ADRs pueden emitirse a través de dos Programas de emisión, dependiendo del grado de participación de la empresa emisora de las acciones subyacentes: Patrocinado (*Sponsored*) y No Patrocinado (*Un-sponsored*).

1.3.3.1 Programa patrocinado

Es aquel en el que la sociedad emisora toma la iniciativa para activar un Programa de emisión de ADRs, pues le interesa que sus acciones sean compradas por inversionistas internacionales en el mercado estadounidense. Para ello, firma un acuerdo con el banco depositario mediante el que se compromete a entregar la más amplia información sobre sus acciones, situación que se refleja en el precio del ADR. El compromiso de la empresa en la emisión genera confianza en la comunidad emisora.

En este tipo de Programa (a diferencia de los Programas no patrocinados) se exige obligatoriamente un acuerdo previo entre el banco depositario y la sociedad emisora de las acciones subyacentes de los ADR, acuerdo que se vierte en el Contrato de Depósito (*Deposit Agreement*), y al cual ya nos referimos en el acápite correspondiente a los sujetos que intervienen en la operación, más concretamente, cuando se analizó la participación de la sociedad emisora. En suma, para poder hablar de un Programa patrocinado, tiene que mediar entre la sociedad emisora y el banco depositario un contrato previo, que no será otro que el acuerdo de depósito.

1.3.3.2 Programa no patrocinado

Es la antítesis del Programa patrocinado, y su diferencia fundamental, como ya se dijo, radica en la no existencia de un vínculo jurídico previo entre la sociedad

emisora y el banco depositario; en otras palabras, aquí no existe acuerdo de depósito.

Es propuesto por alguna persona física o jurídica que desee ser accionista de la empresa en cuestión; esa compañía objetivo de la emisión de los ADRs se ve involucrada de manera involuntaria dentro del proceso; y, a pesar de ser la emisora de las acciones, no controla, o mejor, no tiene la iniciativa de crear el Programa de emisión de los ADRs. Bajo esta modalidad, el inversionista (que generalmente será norteamericano) que quiera adquirir ADRs se dirigirá a su "Broker"⁵² para que este último compre los títulos en el país de origen de la sociedad emisora, y se pondrá en contacto con un banco norteamericano para que actúe como depositario, emita los ADRs y sea el creador de mercado (*market maker*) del valor. Los títulos subyacentes permanecerán en una cuenta del banco depositario en el banco custodio local (situado en el país de origen de la sociedad emisora).

Como los Programas no patrocinados no son elegibles para ser listados en las bolsas estadounidenses, existen muy pocos Programas de este tipo.

Así las cosas, en un Programa no patrocinado no existe acuerdo previo entre la sociedad emisora de las acciones y el banco depositario, pues la iniciativa para activar el Programa de emisión no la tiene la sociedad emisora, sino el bróker y el banco depositario en los EEUUA; esa es la principal diferencia entre los tipos de Programas de emisión.

⁵² El término "Broker", designa a toda persona dedicada profesionalmente al negocio de realización de operaciones o transacciones de valores por cuenta de terceros. Tomado de *Securities Exchange Act of 1934, Section 3 (Definitions and Application), num 4, lit. A.*

Finalmente, con el propósito de comparar los diferentes aspectos propios de cada Programa de Emisión, se pone a disposición del lector el siguiente cuadro.

El objetivo	...dónde?	...a quién?	Opciones	Factores a tener en cuenta
Ampliar la base de accionistas	→ EE.UU.A.	→ Inversionistas Privados	→ ADR Nivel I	<ul style="list-style-type: none"> • Fácil y rápido de crear • Baja visibilidad • Liquidez reducida <ul style="list-style-type: none"> • Régimen de información limitado ante la SEC • Bajo costo para su creación • No requiere registro ante la SEC
			→ ADR Nivel II	<ul style="list-style-type: none"> • Toma más tiempo su creación • Mayor visibilidad • Aumenta la liquidez <ul style="list-style-type: none"> • Deben enviarse reportes financieros periódicos a la SEC • Requiere registro ante la SEC • Demanda costos más altos para su creación
Aumentar capital	→ EE.UU.A.	→ Inversionistas Institucionales	→ Regla 144-A	<ul style="list-style-type: none"> • Fácil y rápido de crear • Baja visibilidad • Liquidez limitada <ul style="list-style-type: none"> • No requiere presentación de reportes financieros ante la SEC • Registro limitado ante la SEC • Bajo costo para su creación
		→ Inversionistas Privados	→ ADR Nivel III	<ul style="list-style-type: none"> • Su creación toma más tiempo • Proporciona el nivel más alto de visibilidad y liquidez <ul style="list-style-type: none"> • Deben enviarse reportes financieros periódicos a la SEC • Requiere registro ante la SEC

En suma, en los Estados Unidos, los emisores tienen varias formas de estructurar los Programas de Emisión de ADRs: listados en una bolsa de valores nacional o negociados en el mercado OTC; dirigido a inversionistas privados o a inversores institucionales calificados; y diseñados para ampliar la base de accionistas del emisor o para aumentar el capital.

1.4 RECIBOS DE DEPÓSITO ALREDEDOR DEL MUNDO: GLOBAL DEPOSITARY RECEIPTS (GDRS) Y EMISIONES DE TÍTULOS SEGÚN LA REGULACIÓN S

Debe aclararse que, cuando la negociación se va a realizar en los Estados Unidos se constituyen ADRs (*American Depositary Receipts*), los cuales cotizan en los mercados bursátiles de ese país; pero cuando un emisor pretende la transacción de títulos fuera de los Estados Unidos, se crean Programas de Emisión de GDRs (*Global Depositary Receipts*) los cuales cotizan en las principales bolsas europeas, o de Certificados de Depósito emitidos según la “Regulación S” 53, dependiendo de las necesidades del emisor.

En consecuencia, y como sólo es del interés de esta tesis examinar a fondo la dinámica de negociación de Recibos de Depósito en el mercado estadounidense, se ha abordado únicamente en la descripción del Recibo de Depósito Americano (ADR), razón por la cual se obvió en las páginas anteriores el tratamiento de algunas otras especies de Certificados de Depósito, como los Certificados de Depósito Global o GDRs (*Global Depositary Receipts*) y de los Certificados de Depósito emitidos según la Regulación S, los cuales únicamente tienen aplicación cuando se ofrecen valores en mercados diferentes al de los EE.UU.A. No

⁵³ Conjunto de reglas contempladas en la Ley de Valores de 1933, que gobiernan las ofertas y las ventas de títulos realizadas por fuera de los Estados Unidos, sin someterse al registro ante la SEC, tal y como lo preceptúa la mencionada Ley de Valores. No obstante, si se realiza el trámite de registro correspondiente, estos títulos podrán ser revendidos en los EE.UU.A. Ver reglas 901 a 905 de la Regulación S de la Ley de Valores de 1933.

obstante, y con el fin de ubicar al lector, a continuación se hará una breve exposición de éstos títulos.

Los GDRs son una especie de los DRs, y son ofrecidos fuera de los Estados Unidos mediante una Oferta Global. Bajo esta modalidad, la empresa coloca sus acciones en los mercados internacionales, pudiendo hacerlo de forma privada o pública. La típica estructura de GDRs combina, con el fin de aumentar la eficacia en la obtención de nuevo capital, una emisión de ADRs Regla 144-A en los Estados Unidos y una oferta pública de GDRs fuera de los Estados Unidos (por ejemplo una oferta estructurada bajo la Regulación S) sin ninguna restricción, para así aprovechar los principales mercados de capitales del mundo.

En la actualidad, Los GDRs se negocian en múltiples mercados. La Bolsa de Valores de Londres o LSE, a través del SEAQ (*Stock Exchange Automated Quotation System*⁵⁴) es la más recurrida por los emisores de GDRs⁵⁵. Otras importantes bolsas de valores en las que se negocian GDRs son la Bolsa de valores de Luxemburgo⁵⁶, la Bolsa Internacional de Dubai⁵⁷ (*Dubai International Financial Exchange* o DIFX), y la Bolsa de Valores de Hong Kong⁵⁸.

En cuanto a la oferta estructurada bajo la Regulación S, se tiene por tal aquella que se ofrece por fuera de los EE.UU.A. a personas no estadounidenses. Excepcionalmente los valores adquiridos en virtud de estas emisiones sólo pueden

⁵⁴<http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/membershiptrading/tradingservices/seaq.htm>. Visitada el 29 de abril de 2008.

⁵⁵ <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aXdBrKBsntqM>. Visitada el 29 de abril de 2008. Visitada el 3 de mayo de 2008.

⁵⁶http://www.jpmorgan.com/cm/ContentServer?cid=1136992110351&pagename=jpmorgan%2Fts%2Fts_Content%2FGeneral&c=TS_Content. Visitada el 29 de abril de 2008.

⁵⁷<http://www.reuters.com/article/pressRelease/idUS164777+18-Apr-2008+RNS20080418> Visitada el 29 de abril de 2008.

⁵⁸ <http://www.hkex.com.hk/prod/leli/leli.htm>. Visitada el 30 de abril de 2008.

ser negociados en los EE.UU.A. si están registrados bajo la Ley de Valores, o están exentas de esta ley, pues al igual que sucede con los ADRs emitidos bajo la Regla 144-A, estos títulos se les tiene como “valores restringidos”, y en consecuencia no pueden ofrecerse públicamente.

Recuérdese que las normas que permiten los Programas de Emisión Restringida (*Restricted Programs*) son la Regla 144-A y la Regulación S, en los cuales la Sociedad emisora busca que la negociación de sus ADRs se limite a un grupo determinado de sujetos, para este caso, a Inversionistas Institucionales del mercado norteamericano o a personas domiciliadas por fuera de los EE.UU.A., respectivamente.

2. PRINCIPALES NORMAS DEL MERCADO DE VALORES EN LOS EE.UU.A. Y EL ENTE REGULADOR DE VALORES

2.1 RESEÑA HISTÓRICA

La legislación federal moderna de los EE.UU.A. relativa al mercado de valores tal y como se conoce hoy en día tuvo su origen en uno de los episodios socioeconómicos más estremecedores de la historia, no sólo de ese país, sino de gran parte del planeta. A continuación se hará un breve sobrevuelo por el momento histórico que marcó el comienzo de una nueva era para el mercado de valores más grande y líquido del mundo.

Corría el final de la década de 1920. La Primera Guerra Mundial había culminado hacía casi una década, y había favorecido a los Estados Unidos de una manera espectacular, convirtiéndolo en el principal proveedor de materias primas y productos alimenticios e industriales. También era el principal acreedor del mundo, y su influencia en Europa era fundamental.

La guerra había traído también un importante crecimiento industrial que se calcula en un 15%, siendo los sectores más favorecidos aquellos relacionados con la industria bélica⁵⁹.

La bonanza y el crecimiento que se inició en los primeros años de la década de 1920 fueron mucho más profundos y estables en los Estados Unidos. La prosperidad indefinida y el optimismo se extendían por todas partes. Eran los años dorados del consumismo y de la exaltación nacionalista. Se creía alcanzada la

⁵⁹ LANGE, Brenda. *The Stock Market Crash of 1929: The End of Prosperity*. Chelsea House Publications. 2007, pág 7.

meta de ser una sociedad opulenta. El clima de confianza se tradujo en la compra de acciones de las empresas industriales por parte de un gran número de la población, siendo la Bolsa de Nueva York el centro de la economía mundial, donde llegaban capitales de todos los puntos del planeta.

A pesar de esto, la economía mundial estaba en desequilibrio con respecto a los Estados Unidos, y no se pudo generar una demanda suficiente que pudiese sustentar la expansión industrial. Esto dio lugar a que ya en 1925 se comenzase a acumular stock de diversos productos, dando lugar a la caída de los precios, al desempleo y a la pérdida de la capacidad adquisitiva de la población.

Hacia fines de la década de 1920, la compra de acciones de manera desenfrenada creció en un 90%. La especulación financiera hacía ganar dinero rápidamente, siendo ficticio el valor de las acciones, ya que estaban por encima de su valor real. (La gente sacaba créditos en los bancos y ponía ese mismo dinero en la bolsa, a un interés más alto de lo que pagaba)⁶⁰.

El 29 de octubre de 1929 se produce la gran caída de la bolsa de Nueva York, el principal foco de especulación del mundo. Los valores bursátiles se devaluaron. La venta de acciones especulativas arrastró a las demás, e hizo irreversible la crisis. Más de 16 millones de acciones se vendieron ese día en la Bolsa de Nueva York, y antes de finales de noviembre los inversores habían perdido más de US\$ 100 billones en activos⁶¹. Muchos de títulos que cotizaban en baja no encontraron compradores y ocasionaron la ruina de miles de inversores, muchos de los cuales, habían comprado las acciones con créditos que ya no podrían pagar⁶². La crisis

⁶⁰ SORNETTE, Didier. *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems*. Princeton University Press. 2003, pág. 21.

⁶¹ *The Stock Market Crash of 1929: The End of Prosperity*. Op. Cit., pág 15.

⁶² *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems*. Op. Cit., pág. 23.

fue inevitable y se extendió al sistema bancario, a la industria, el comercio y al agro estadounidenses.

Esto llevó a que la gente entrara en pánico, y quienes poseían dinero en cuentas bancarias acudieron en masa a retirarlo. Los bancos no eran capaces de hacer frente a tal magnitud de retiros, y además, como en los Estados Unidos se había tratado de hacer frente al descenso de la demanda con una expansión del crédito a los ciudadanos comunes, los bancos se vieron desbordados por deudas incobrables. Ante esto, se negaron a dar nuevos créditos y a refinanciar las deudas existentes, pero sin embargo, aproximadamente 600 bancos norteamericanos quebraron⁶³.

A partir de ese momento se inició un período de contracción económica mundial, conocido como la "Gran Depresión", el cual se extendió durante toda la década de 1930.

En los Estados Unidos, el descenso del consumo hizo que los stocks acumulados crecieran, las inversiones se paralizaran y muchas empresas tuviesen que cerrar sus puertas.

La caída de la actividad industrial supuso una desocupación generalizada, de tal manera que se calcula que hacia 1932, existían en los Estados Unidos cerca de 13.000.000 de desempleados⁶⁴.

Antes de la gran crisis de 1929 había poco apoyo del gobierno federal de los EE.UU.A. para la regulación de los mercados de valores. Esto era particularmente cierto durante el período inmediatamente posterior a la Primera Guerra Mundial en

⁶³ *The Stock Market Crash of 1929: The End of Prosperity*. Op. Cit., pág 41.

⁶⁴ *The Stock Market Crash of 1929: The End of Prosperity*. Op. Cit., pág 55.

el que aumentó significativamente la actividad de los mercados de valores. Las propuestas del gobierno federal tendientes a crear una regulación estricta que obligara a la divulgación de información financiera relevante para evitar la compra o venta fraudulenta de acciones nunca fue seriamente analizada por el Congreso.

Tentados por las numerosas modalidades de crédito fácil, y las promesas de hacer fortuna en poco tiempo, la mayoría de los inversionistas prestaron poca atención al riesgo sistémico que surgía a causa del abuso generalizado por parte de los bancos y entidades del sector financiero del margen de financiación del que disponían, y a la poco fiable información que se les proporcionaba a cerca de los valores en los que invertían. Durante la década de 1920, aproximadamente 20 millones de grandes y pequeños accionistas se aprovecharon de la prosperidad de la posguerra y se lanzó a hacer su fortuna en el mercado de valores. Se estima que de los \$ 50 mil millones de dólares que se ofrecieron en nuevos títulos durante este período, la mitad perdieron todo su valor luego de la gran caída de las Bolsas de valores de los EE.UU.A. en 1929 (*the Great Crash of 1929*)⁶⁵.

Cuando el mercado de valores colapsó en octubre de 1929, la confianza pública en los mercados se desplomó. Los inversionistas, grandes y pequeños, así como los bancos que les habían prestado a ellos, perdieron grandes sumas de dinero.

Hubo consenso en que, para rescatar la economía, había que recuperar la fe del público en los mercados de valores. El Congreso celebró numerosas audiencias para identificar los problemas y buscar soluciones. A partir de los resultados de estas audiencias, en 1933 el Congreso - durante el año pico de la depresión - aprobó la Ley de Valores de 1933 (*Securities Act, 1933*). Un año más tarde, y con el ánimo de crear un organismo encargado de regular el mercado de valores como máxima autoridad del orden federal, se aprobó la Ley del Mercado de Valores de

⁶⁵ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>. Visitada el 30 de marzo de 2008.

1934 (*Securities and Exchange Act of 1934*), con la cual se creó la Comisión Nacional del Mercado de Valores (*Securities and Exchange Commission – SEC*).

Ambas leyes fueron diseñadas para restaurar la confianza de los inversionistas en el mercado de capitales, mediante el suministro a ellos de información fiable y el establecimiento de normas claras para controlar y promover la transparencia y estabilidad en los mercados, de modo que quienes vendan y comercien con valores (entiéndase agentes, intermediarios, corredores, y Bolsas de Valores) deberán tratar a los inversionistas de manera justa y correcta, poniendo los intereses de los inversores en primer lugar.

A continuación daremos una mirada más detallada a estas leyes, y examinaremos la organización y funcionamiento de la SEC.

2.2 SECURITIES ACT, 1933

A menudo conocida como la Ley de la "verdad en valores", el Acta de Valores de 1933 persigue dos objetivos fundamentales:

Proteger a los inversionistas para que éstos reciban información financiera detallada y otras informaciones importantes relativas a los valores que se ofrecen para la venta pública, con el fin de que cuenten con un escenario transparente que les permita tomar decisiones acertadas de inversión sobre la base de un adecuado conocimiento del riesgo.

Prohibir el engaño, las falsas declaraciones, y todo tipo de fraude en la compra y venta de valores.

Esta Ley en su sección 5 preceptúa que una acción no podrá ser comprada o vendida en los mercados interestatales a menos que esté registrada ante la SEC o

esté cobijada por la exención de registro 12g3-2(b) de esa Ley. Con esta Ley se busca que toda la información requerida y plasmada en los prospectos de solicitud de admisión sea lo más verdadera posible.

Finalidad del Registro ante la SEC: el principal, medio de lograr el cumplimiento de los objetivos de esta Ley es precisamente el registro ante la SEC de los valores que pretenden cotizar en el mercado de valores estadounidense, con el fin de lograr la divulgación de información financiera trascendental y significativa al mercado. No obstante, si bien la SEC requiere que la información proporcionada sea exacta, no lo garantiza, de modo que los inversionistas que compren o vendan valores y sufran pérdidas importantes gozan de las acciones tendientes a lograr la recuperación, en todo o en parte, de la suma perdida, siempre y cuando logren probar que la información divulgada era incompleta o inexacta⁶⁶.

Esta Acta regula la actuación de las compañías antes de que coticen en las bolsas de valores de los EE.UU.A.

2.3 SECURITIES AND EXCHANGE ACT, 1934

Con esta Ley, el Congreso de los EE.UU.A. creó la Comisión del Mercado de Valores (*Securities and Exchange Commission*) o SEC por sus siglas en inglés. La Ley faculta a la SEC con amplia autoridad sobre todos los aspectos del mercado de valores. Esto incluye la facultad de registrar, regular y supervisar Firms de Corretaje (*Brokerage Firms*), Agentes de Transferencia (*Transfer Agents*), y Agencias de Intermediación (*Clearing Agencies*)⁶⁷, así como las Organizaciones

⁶⁶ <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>. Visitada el 29 de marzo de 2008.

⁶⁷ El término "Clearing Agency" identifica a toda persona que actúa como intermediario en los pagos o las entregas, o en ambos, en relación con operaciones de valores o que presten servicios para la comparación de los datos respetando los términos del arreglo de las operaciones con valores, para reducir el número de transacciones de valores, o para la asignación de responsabilidades de liquidación de valores. Dicho término también designa a toda persona, como un depositario de valores, que (i) actúa como custodio de los valores en relación con un sistema de

Nacionales Autorreguladoras de Valores (*Nation's Securities Self Regulatory Organizations*) o SROs por sus siglas en inglés. Las diversas Bolsas de Valores, como la Bolsa de Nueva York – NYSE –, y el *American Stock Exchange* – AMEX –, y la Asociación Nacional de Comisionistas de Valores (*National Association of Securities Dealers* - NASD) que es la encargada de operar el sistema de NASDAQ, son identificados como Organismos de Autorregulación (SRO). Las SROs deben crear normas que permitan disciplinar a los miembros, sancionarlos cuando incurran en conductas impropias, y establecer las medidas para garantizar la integridad de los mercados y la protección de los inversionistas.

Esta Ley regula la conducta de las compañías que cotizan en los mercados de valores norteamericanos y dicta los parámetros de remisión de información a la SEC.

También determina y prohíbe ciertos tipos de conducta en los mercados y proporciona a la SEC facultades disciplinarias sobre las entidades sometidas a su regulación y de las personas asociadas a ellas. La ley también faculta a la SEC para exigir la presentación de informes periódicos de la información por parte de las empresas cuyos valores se negocian públicamente.

la central de manejo de valores según el cual todos los valores de una determinada clase o serie de cualquier emisor depositado en el sistema son tratados como fungibles y pueden ser transferidos, prestados, o prometidos mediante inscripción en libros sin entrega física de los certificados de valores, o (ii) de otro lado permite o facilita las operaciones de transacción de valores, o la hipoteca o el préstamo de valores sin entrega física de los mismos. (*The term "clearing agency" means any person who acts as an intermediary in making payments or deliveries or both in connection with transactions in securities or who provides facilities for comparison of data respecting the terms of settlement of securities transactions, to reduce the number of settlements of securities transactions, or for the allocation of securities settlement responsibilities. Such term also means any person, such as a securities depository, who (i) acts as a custodian of securities in connection with a system for the central handling of securities whereby all securities of a particular class or series of any issuer deposited within the system are treated as fungible and may be transferred, loaned, or pledged by bookkeeping entry without physical delivery of securities certificates, or (ii) otherwise permits or facilitates the settlement of securities transactions or the hypothecation or lending of securities without physical delivery of securities certificates*). Traducción del autor. Tomado de *Securities Exchange Act of 1934, Section 3 (Definitions and Application)*, lit. a. num 23.

A continuación se mencionan algunos de los aspectos más relevantes que trae esta Ley.

Reportes Corporativos: Las empresas con más de 10 millones de dólares en activos, y cuyos valores estén en poder de más de 500 propietarios deben presentar informes periódicos anuales. Estos informes están a disposición del público a través de la base de datos EDGAR de la SEC.

Abuso de información privilegiada (*Insider Trading*⁶⁸): Las leyes de valores prohíben de manera clara las actividades fraudulentas de cualquier tipo en relación con la oferta, la compra o venta de valores. Estas disposiciones son la base de muchos tipos de acciones disciplinarias, incluyendo acciones fraudulentas contra el abuso de información privilegiada⁶⁹. El uso de información privilegiada es ilegal cuando un director, administrador o empleado de una empresa, con acceso a información confidencial de la misma, compra o vende títulos de esa sociedad haciendo uso de esa información que no se ha dado a conocer al mercado en ese momento, violando la obligación de retener la información.

Registro de las Bolsas, Asociaciones, y otros ante la SEC: La ley exige que varios participantes del mercado se registren ante la SEC, incluyendo las Bolsas de Valores, los Comisionistas, Agentes, Agencias de Transferencia y Agencias de Intermediación. La inscripción para estas

⁶⁸ *"Insider trading" is a term that most investors have heard and usually associate with illegal conduct. But the term actually includes both legal and illegal conduct. The legal version is when corporate insiders—officers, directors, and employees—buy and sell stock in their own companies. When corporate insiders trade in their own securities, they must report their trades to the SEC. Illegal insider trading refers generally to buying or selling a security, in breach of a fiduciary duty or other relationship of trust and confidence, while in possession of material, nonpublic information about the security.* Tomado de <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>. Visitada el 29 de marzo de 2008.

⁶⁹ <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>. Visitada el 29 de marzo de 2008.

instituciones consiste en la presentación de documentos e informes que se actualizan de forma y divulgan al mercado de manera regular.

2.4 SARBANES-OXLEY ACT OF 2002

También conocida como el Acta de Reforma de la Contabilidad Pública de Empresas y de Protección al Inversionista. Esta Ley toma su nombre del senador Paul Sarbanes (Demócrata) y el congresista Michael G. Oxley (Republicano), la cual fue aprobada por amplia mayoría, tanto en el congreso como el senado. El 30 de julio de 2002, el Presidente Bush firmó la Ley Sarbanes-Oxley de 2002, que calificó como "el más largo alcance de las reformas de las prácticas comerciales de América desde la época de Franklin Delano Roosevelt"⁷⁰. La Ley incorporó una serie de reformas para aumentar la responsabilidad de las empresas, mejorar la situación financiera y de lucha contra el fraude y la contabilidad empresarial, y ha creado el "*Public Company Accounting Oversight Board*", también conocido como el PCAOB, una compañía reguladora encargada de revisar, regular, inspeccionar y disciplinar a las auditoras.

Esta Ley es la respuesta a los escándalos financieros de algunas grandes corporaciones, entre los que se incluyen los casos de ENRON, Tyco International, WorldCom y Peregrine Systems. Estos escándalos hicieron caer la confianza de la opinión pública en los sistemas de contabilidad y auditoría.

Dado que esta Ley establece nuevos estándares para los organismos de dirección y administración de todas las empresas que cotizan en las Bolsas de valores de los Estados Unidos, la mayoría de sus secciones son de obligatorio cumplimiento para las Sociedades Emisoras de títulos subyacentes de los ADRs, sociedades que como ya se mencionó, están domiciliadas por fuera del territorio norteamericano, hecho que llama la atención pues configura una evidente

⁷⁰ <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>. Visitada el 30 de marzo de 2008.

excepción al principio de validez espacial de las normas; pero esto es un tema diferente al que ahora nos ocupa.

Dentro de los varios requerimientos que trajo esta Ley, se destaca la obligación impuesta a las sociedades que cotizan en Bolsa para crear un Comité de Auditoría completamente independiente, que supervise la relación entre la compañía y su auditoría. Este comité de auditores pertenece a la compañía, no obstante los miembros que lo forman son completamente independientes a la misma. Esto implica que sobre los miembros que forman el comité de auditores, recae la responsabilidad de mantener la independencia.

2.5 COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (*SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – SEC*): ENTE REGULADOR

Ya se ha citado en numerosas ocasiones a lo largo de esta monografía a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y ello basta para notar la trascendencia que este organismo tiene, pues es por antonomasia el ente regulador del mercado de valores estadounidense. Sin embargo es de forzosa observancia detenerse, aunque sea brevemente, para conocer las características básicas de este organismo, pues es del máximo interés del autor brindar al lector un panorama amplio y claro, que le permita entender el escenario de debate.

Al comienzo de este capítulo se presentó un resumen del marco histórico en el cual se creó la SEC, ahora se expondrán sus responsabilidades, actividades, y su forma de organización y funcionamiento.

Para empezar puede decirse que, en términos generales, la misión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores es proteger a los inversionistas, mantener un mercado justo, ordenado, y eficiente, y facilitar la formación de capital.

El mundo de las inversiones es fascinante y complejo, y puede ser muy fructífero. Pero, a diferencia del mundo de la banca, en donde los depósitos están garantizados por el gobierno federal, las acciones, los bonos y otros valores pueden perder valor fácilmente; no hay garantías. Es por eso que la inversión no es un deporte para espectadores. De lejos, la mejor manera que tienen los inversionistas para proteger el dinero que destinan a los mercados de valores, es realizar una investigación exhaustiva y hacer muchas preguntas. Precisamente las leyes y normas que rigen el mercado de valores en los Estados Unidos protegen a los inversionistas en esa investigación, pues todas ellas derivan de un concepto sencillo y claro: todos los inversores, ya sean grandes instituciones (QIBs) o particulares, deben tener acceso a ciertos hechos básicos acerca de una inversión antes de realizarla o cancelarla, y sobre todo mientras la posean. Para lograr ésto, la SEC se ocupa de promover la divulgación oportuna y veraz de información relevante para el mercado, propendiendo por un escenario de negociación transparente y protegiendo a los inversionistas frente a posibles fraudes. Para el efecto exige a las empresas que cotizan sus títulos en las Bolsas de valores de los EE.UU.A. revelar al público cualquier información financiera, o de cualquier otra índole, siempre y cuando revista trascendencia para el mercado. Esto proporciona una fuente común de conocimientos de la cual pueden servirse todos los inversionistas para juzgar por sí mismos si deben, o no, comprar, vender o mantener una determinada inversión. Sólo mediante el flujo constante de información oportuna, completa y exacta pueden los inversores tomar las decisiones de inversión.

Crucial para la eficacia de la SEC en esta tarea, es su potestad coercitiva para hacer cumplir la ley (*law enforcement*), en virtud del cual puede investigar, detectar y castigar las violaciones a las leyes de valores del los EE.UU.A. Cada año, la SEC adelanta cientos de acciones civiles y penales contra individuos y empresas

por violación de las leyes de valores⁷¹. Las infracciones típicas incluyen uso ilegal de información privilegiada, fraude contable, el suministro de información falsa o engañosa acerca de los valores y las empresas que los emiten.

Una de las principales fuentes de información en la que se basa la SEC para lograr la aplicación de medidas coercitivas son los propios inversionistas. Esa es otra de las razones por las que un inversionista educado y cuidadoso es tan importante para el funcionamiento eficiente de los mercados. Para contribuir a la educación del inversionista, la SEC pone a disposición del público una gran cantidad de información pedagógica a través de su sitio de Internet, así como la base de datos EDGAR en la que las empresas que están obligadas a presentar información periódica a la SEC, divulgan públicamente toda la información que sea de interés para el mercado.

Además de lo anterior, es responsabilidad de la Comisión:

- Interpretar las leyes federales de valores;
- Expedir nuevas reglas y modificar las normas existentes;
- Registrar, regular e inspeccionar a las sociedades comisionistas de valores, agentes de bolsa, intermediarios financieros, asesores de inversión, y las agencias de calificación crediticia;
- Supervisar las organizaciones privadas de reglamentación en los campos de valores, contabilidad, y auditoría; y
- Coordinar la regulación del mercado de valores con las autoridades federales, estatales y extranjeras.

⁷¹ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>. visitada el 30 de marzo de 2008.

Pero dada la envergadura y dinamismo del mercado de valores de los EE.UU.A., llevar a cabo todas las anteriores tareas requiere de un trabajo mancomunado entre varios organismos federales y estatales, pues aunque la SEC es el principal regulador y supervisor de los mercados de valores en ese país, no actúa sola, y mantiene estrecha colaboración con numerosas instituciones, entre ellas el Congreso, otros departamentos y organismos federales, las organizaciones de autorregulación, los reguladores estatales de valores, y diversos Organizaciones del sector privado. En particular, el Presidente de la SEC, junto con el Presidente de la Reserva Federal, el Secretario del Tesoro, y el Presidente de la Comisión de Comercio de Futuros de Commodities (*Commodities Futures Trading Commission*), se desempeña como miembro del Grupo de Trabajo del Presidente sobre Mercados Financieros⁷².

Por último, y en cuanto a su forma de organización y funcionamiento interno debe saberse que la SEC está integrada por cinco comisionados nombrados por el Presidente de los EE.UU.A., para un período de cinco años. Uno de ellos es designado por el Presidente como Presidente de la Comisión, y es el más alto funcionario del organismo. Por ley, no más de tres de los comisionados pueden pertenecer al mismo partido político, para evitar la parcialización política del Organismo. Las responsabilidades de la Comisión se reparten entre cuatro divisiones⁷³ y 18 oficinas, cada una de las cuales tiene su sede en Washington, DC, y 11 oficinas regionales en todo el país⁷⁴.

⁷² <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>. Visitada el 30 de marzo de 2008.

⁷³ La División de Finanzas Corporativas, la de Comercio y Mercado, la de Manejo de Inversión y la División de Ejecución de la Ley.

⁷⁴ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>. Visitada el 30 de marzo de 2008.

3. DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN: UN CASO HIPOTÉTICO

Luego de un necesario recorrido en el que se han abordado los conceptos básicos, tanto jurídicos como financieros propios de los Programas de ADRs, ya se tienen los elementos necesarios para estudiar un caso hipotético.

En este capítulo se explicará, de forma resumida la dinámica propia de la estructuración, emisión, colocación, y negociación de los ADRs en el mercado norteamericano, identificando los diferentes contratos y sujetos que intervienen en ambas legislaciones.

Debe advertirse que se expondrá el caso hipotético de una compañía colombiana que pretende crear un Programa de Emisión Patrocinado de ADRs Nivel III. Se ha escogido intencionalmente dicho Programa de Emisión pues en él participan todos los sujetos, y al ser el Programa de Emisión más completo, lo cual lo convierte en la herramienta más adecuada cuando se trata de presentar una visión general del proceso.

Con el único fin de ubicar rápidamente al lector, se expondrán de nuevo, a manera de recapitulación, y de forma sucinta, los sujetos y los actos que intervienen en la activación y funcionamiento de un programa de ADRs.

- **La sociedad emisora:** como su nombre lo indica es la sociedad domiciliada por fuera de los EEUUA que emite los títulos subyacentes de los ADRs. El acto jurídico que lo vincula a la operación es el acuerdo de depósito “*deposit agreement*”, en virtud del cual imparte instrucciones al banco depositario a cerca de la forma cómo se emitirán los ADRs en los EEUUA. Como se advirtió

en su momento, este es el negocio jurídico más importante en los Programas de ADRs, pues sus disposiciones regulan los aspectos centrales del Programa.

- **El banco depositario:** es el banco norteamericano encargado de emitir y cancelar los ADRs, colocando estos certificados negociables en el mercado norteamericano y asumiendo responsabilidad frente a los adquirentes y tenedores posteriores sobre la real existencia de los valores extranjeros representados por los ADRs. La actividad de este sujeto encuentra su fuente en dos negocios jurídicos diferentes: por una parte el Acuerdo de Depósito que celebra con la Sociedad emisora, y por otra un encargo fiduciario individual, o un contrato de administración de valores, que celebra con la Sociedad administradora de fondos de inversión de capital extranjero (Custodio Local), en virtud del cual los títulos subyacentes permanecen en Colombia en un fondo institucional constituido y custodiado por esta última, a nombre del Banco Depositario.
- **El custodio local:** para el caso colombiano debe tratarse únicamente de una sociedad fiduciaria o de una sociedad comisionista de bolsa; debe estar domiciliada en el mismo país de la sociedad emisora, su labor es encargarse de la custodia física de los títulos subyacentes, es decir, de las acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones que representan los ADRs.

Así las cosas, su participación en el Programa se concreta a través de la celebración de un encargo fiduciario individual, o un contrato de administración de valores, con el Banco Depositario, y en virtud del cual los títulos subyacentes permanecen en Colombia en un fondo institucional constituido y custodiado por cualquiera de las sociedades que pueden actuar como custodio local, a nombre del Banco Depositario. El objeto de dicho contrato no es otro que, por parte del Custodio Local, encargarse y responsabilizarse de custodiar físicamente los valores (títulos subyacentes) que estarán representados por los ADRs que emita el Banco Depositario en los EE.UU.A., y por parte del Banco

Depositorio, pagar al Custodio Local los servicios de custodia y administración derivados del encargo fiduciario.

- **El agente colocador:** debe insistirse en que, tal y como se ha dicho reiteradamente, la participación del agente colocador no es esencial en el proceso de creación de un Programa de ADRs, no obstante en la práctica suele acudir a ellos en consideración a su experticia y trayectoria en los negocios financieros. Se trata de un banco de inversión, generalmente estadounidense, quien es el encargado de comprar las acciones extranjeras y luego ofrecerlas en los Estados Unidos. Su labor es meramente comercial, y la adelanta en desarrollo de un contrato de *underwriting* celebrado con la Sociedad emisora, y por el cual adquirirá un compromiso en firme, hará su mejor esfuerzo, o garantizará (según lo pactado en el contrato) la colocación en todo o en parte de la emisión de títulos hecha por la sociedad extranjera.
- **Los inversionistas:** pueden ser: inversionistas institucionales (*Qualified Institutional Buyers – QIBs*), o inversionistas privados. Estos sujetos perfeccionarán su participación en el Programa de ADRs a través de la suscripción de un contrato típico de compra de valores en los EEUU con el agente colocador, según el cual, el inversionista entrega al colocador el dinero equivalente al número de ADRs que desea adquirir, y como contraprestación, el banco depositario (previa confirmación con el agente colocador) emite esa misma cantidad de títulos a favor del inversionista. No obstante, cuando se trata de ADRs que cotizan en bolsa, también podrán los inversionistas celebrar un contrato de mandato con un intermediario del mercado de valores para que éste adquiera a nombre propio y por cuenta del inversionista los títulos en bolsa.

Así las cosas, vamos a suponer que existe una sociedad colombiana, denominada la Compañía Hipotética S.A., dedicada al proceso de exploración, extracción, purificación y comercialización de oro de 750 milésimas con destino exclusivo al mercado internacional, es decir, exporta el ciento por ciento de su producción.

La Compañía Hipotética S.A. es una sociedad abierta, y sus acciones ordinarias y preferenciales⁷⁵ cotizan desde hace varios años en la Bolsa de Valores de Colombia, las cuales han recibido año tras año la calificación de “alta bursatilidad”. Debido al aumento exponencial en el precio de la onza troy de oro durante los últimos 5 años, período en el que ha casi duplicado su precio⁷⁶, el apetito de los inversionistas por los títulos de esta empresa ha aumentado significativamente, hasta el punto que la Compañía Hipotética ha logrado colocar exitosamente en el mercado local emisiones de acciones ordinarias y preferenciales por un valor muy significativo. A lo anterior se suma el hecho que la Compañía Hipotética ha entrado en una fase de consolidación y expansión bastante ambiciosa lo cual obviamente le significará un esfuerzo financiero considerable. En vista de lo anterior, la Junta Directiva de la sociedad considera que la creación de un Programa de Emisión de ADRs constituye una forma ideal para obtener recursos de capital fresco que le permitan a la sociedad realizar sus lineamiento estratégicos con más solvencia, y de paso aumentar su visibilidad en el mercado de capitales más importante del mundo.

En consecuencia la Compañía Hipotética decide contratar los servicios de una reconocida Banca de Inversión estadounidense para que realice el estudio previo relativo a la factibilidad de la creación del mencionado Programa de ADRs en el mercado norteamericano. Pero antes de comenzar con el proceso de estructuración, la Banca de Inversión realiza un estudio previo de la sociedad

⁷⁵ Entiéndase acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, en los términos establecidos en los artículos 61 y ss de la Ley 222 de 1995.

⁷⁶ <http://www.research.gold.org/prices/>. Visitada el 1 de abril de 2008.

emisora. Dicho estudio consiste en un minucioso y exhaustivo diagnóstico en el que se analizan varios factores que se consideran estratégicos, v.gr. verificar si la sociedad emisora cumple con los estándares internacionales propios del sector productivo al que pertenece; su fortaleza financiera; su comportamiento crediticio; su participación en el mercado; su potencial de crecimiento, entre otros factores; podría decirse, que lo que hace la Banca de Inversión es una especie de “valoración”, o diagnóstico financiero, en orden a determinar si la sociedad podría ser atractiva para el mercado norteamericano. Superado satisfactoriamente el anterior examen, se inicia como tal el proceso de estructuración del Programa, y en procura de definir el nivel de emisión y el tipo de Programa más adecuado, la Banca de Inversión trabaja mancomunadamente con la Compañía Hipotética, a la cual le indaga acerca de las circunstancias específicas del negocio como el público al que desea que sean ofrecidos los títulos, en el mercado que quiere que coticen, la posibilidad de hacer emisiones futuras, y demás. Para efectos del caso bajo estudio vemos que las respuestas a todas las anteriores interrogantes arrojan como resultado que lo más conveniente es crear un Programa de Emisión Patrocinado con ADRs Nivel III.

Supóngase igualmente que, en el campo comercial y financiero, los resultados del estudio son más que satisfactorios, pues reflejan una interesante profundidad del mercado, con inversionistas ávidos de títulos de sociedades relacionadas con el proceso de extracción y comercialización de oro, debido a que el vertiginoso aumento del precio del metal parece no tener un fin cercano, y por el contrario, máxime frente a la inminente recesión de la economía norteamericana, que amenaza de paso con llevar a muchas otras economías del globo a experimentar períodos difíciles, constituyen un escenario perfecto en el cual el oro es el refugio por excelencia al cual acuden tanto particulares, como empresas y estados para sobrellevar los tiempos de turbulencias políticas y económicas a nivel mundial.

Estando ya cuidadosamente estudiada la viabilidad financiera del proyecto, la administración de la sociedad, deseosa de acceder al mercado de valores más grande y líquido del mundo, realiza los acercamientos con los diferentes sujetos que intervendrán en la operación propiamente tal. En consecuencia se pone en contacto con el banco estadounidense que actuará como Banco Depositario, con el cual suscribe el Acuerdo de Depósito en el que se pactan las condiciones de transferencia y entrega de los ADR, las obligaciones y derechos del depositario y titulares de los ADR, entre otras. El banco que actuará como Depositario deberá a su vez ponerse en contacto con una sociedad fiduciaria o una sociedad comisionista de bolsa en Colombia (Custodio Local) para celebrar con ella un encargo fiduciario individual, cuya función principal será la de custodiar físicamente los títulos subyacentes de los ADR y administrar un fondo institucional, que estará compuesto por dichos títulos, los cuales le entregará la Sociedad emisora al Custodio Local una vez se coloquen los ADRs en el mercado norteamericano.

De esta forma se busca que el Banco Depositario tenga todo el respaldo para poder emitir los ADRs en el mercado norteamericano.

La Compañía Hipotética también contacta al banco de inversión estadounidense que actuará como Agente Colocador, y quien coordinará al sindicato de underwriters encargado de hacer la Oferta Pública de venta en el mercado norteamericano, asumiendo cada underwriter la obligación de colocar los títulos que le corresponda en la emisión; y finalmente debe la Sociedad emisora advertir de todo ello a la SEC, para lo cual, en cumplimiento de lo establecido en la Ley de valores de 1933, tienen además que inscribirse los ADRs ante dicha entidad. De este registro se encarga el Banco Depositario y no la empresa extranjera emisora, usando el Formato F-6 que, en ciertos casos exige la firma del gerente general, gerente financiero, contador y directores de la Sociedad emisora.

Así las cosas el siguiente paso lógico es que la Sociedad emisora realice una emisión de títulos⁷⁷, que serán los títulos subyacentes de los ADRs. Para el efecto vamos a suponer que la Asamblea General de accionistas de la Compañía Hipotética S.A., observando lo establecido en el artículo 62 de la Ley 222 de 1995, dispone la emisión de 50.000.000 (cincuenta millones) de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, y aprueba el correspondiente reglamento de suscripción de acciones.

Luego la sociedad emisora, tratándose de acciones que no tuviera inscritas, debe adelantar en Colombia los trámites de inscripción de los títulos⁷⁸ en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), y en la Bolsa de Valores de Colombia, atendiendo a lo establecido en el artículo 1.1.2.1 y subsiguientes del Decreto 3139 de 2006, modificadorio de la Resolución 400 de 1995.

La emisión se lleva a cabo de manera normal, es decir, se surte la primera vuelta en el mercado local en orden a cumplir el derecho de preferencia del que son titulares los actuales accionistas de la compañía en los términos establecidos en el Código de Comercio colombiano (a menos que éstos renuncien a ese derecho, atendiendo a lo proscrito en el artículo 420 numeral 5 del Código de Comercio, con el propósito de llevar la totalidad de la emisión al mercado internacional).

El Agente Colocador, celebra el contrato de underwriting con la Compañía Hipotética. Recuérdese que el objeto de este contrato no es otro que la compra por parte del Agente Colocador de una emisión de títulos (acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto de La Compañía Hipotética S.A. que no hayan sido suscritos en esa primera ronda) a un precio fijo preestablecido, con el propósito de colocar posteriormente, en todo o en parte, esta emisión en el

⁷⁷ Recuérdese que estamos bajo el supuesto de un Programa de Emisión Nivel III.

⁷⁸ Entiéndase las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto que han sido emitidas.

mercado norteamericano, obligación que como ya se dijo en capítulos anteriores, se pacta generalmente como garantizada o en firme, pero que para el desarrollo del ejemplo, dadas las excepcionales calidades y condiciones del emisor, se va a suponer que estamos frente a un contrato de underwriting en firme.

A continuación dichos títulos se promocionan en el mercado estadounidense bajo la forma de ADRs, para lo cual el Agente Colocador, con el acompañamiento permanente de la Sociedad emisora, da inicio al “*Road Show*”, operación que se lleva a cabo en los principales centros de intermediación de valores y de inversionistas interesados. Una vez finalizado el “*Road Show*” el Agente Colocador comienza a recibir ofertas de compra por parte de los inversionistas a los que estaba dirigida a la emisión (recuérdese que como se trata de ADRs Nivel III, podrán adquirirlos tanto los inversionistas privados, como los inversionistas calificados). Aquí comienza el proceso de colocación propiamente dicho.

Esa colocación u Oferta Pública de venta se hace en virtud del contrato de *Underwriting* que celebra el Agente Colocador con la Sociedad emisora. Debe advertirse de paso que la Oferta Pública de ADRs se haría para un Programa patrocinado, pues en el presente supuesto media convenio (acuerdo de depósito) entre la Sociedad emisora y el Banco Depositario.

Lo que sigue de aquí en adelante sucede de manera casi simultánea, con diferencias de tiempo tan leves, que casi parecen ser concomitantes las labores de los diferentes sujetos, hasta el punto incluso, en que deben buscarse acuerdos entre varios de ellos para definir un procedimiento claro a seguir, v.gr. establecer si debe primero el Agente Colocador pagar al Banco Depositario para que este emita los ADRs, o si por el contrario debe primero el Banco Depositario emitir los títulos para que el Agente Colocador los pague. Son aspectos que en últimas deberán superarse contractualmente y en todo caso deberá mediar una total confianza y excesiva buena fe entre los diferentes actores.

Siguiendo con el ejemplo, el Agente Colocador dará aviso al Banco Depositario de las ofertas de compra que haya recibido durante el proceso de la Oferta Pública, para que éste último emita los ADRs que haya colocado el *Underwriter*. Como ya se ha suscrito previamente el Acuerdo de Depósito entre el Banco Depositario y la Sociedad emisora, y ya se encuentra constituido el fidecomiso con el Custodio Local en Colombia, el Banco Depositario comunica de la venta a la Sociedad emisora, la cual entonces envía al Custodio Local las acciones subyacentes correspondientes al número de ADRs que se hayan colocado, y de manera simultánea (y este es el punto crítico) el Agente Colocador debe entregar el precio resultante de la operación al Banco Depositario, quien a su vez lo hará llegar a la Sociedad emisora, la cual imputará ese pago a su cuenta de capital. También podría suceder que el Agente Colocador entregue directamente a la Sociedad emisora el precio de los ADRs. Es un asunto que puede, o mejor, debe, regularse contractualmente.

Nótese pues que debe existir una perfecta coordinación entre estos tres sujetos para que la operación finalice de manera exitosa y sin contratiempos.

Una vez emitidos, estos certificados podrán ser negociados libremente en las Bolsas de Valores de los EE.UU.A. (pues se trata de ADRs nivel III).

Cuando el titular del ADR decida venderlo, dicho título (i) puede ser adquirido por otro inversionista en el mercado norteamericano o (ii) puede ser cancelado, caso en el cual las acciones subyacentes depositadas en Colombia se liberarían y se venderían a un inversionista en Colombia. Por otra parte, el titular del ADR podrá solicitar la entrega de los títulos subyacentes en cualquier momento.

4. ALGUNOS PROBLEMAS JURÍDICOS EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA

Habiendo examinado en los capítulos anteriores las nociones y conceptos básicos, tanto jurídicos como financieros, necesarios para comprender a cabalidad la operación de activación de un Programa de ADRs, se abordará el estudio de algunos de los problemas jurídicos más relevantes que se presentan en nuestro ordenamiento jurídico con ocasión de la creación de estos Programas por parte de sociedades colombianas.

4.1 NATURALEZA JURÍDICA DE LOS FONDOS DE ADRS EN COLOMBIA

¿Inversión extranjera directa o inversión de portafolio?

Toda inversión de capital del exterior, directa o de portafolio, en territorio colombiano incluidas las zonas francas colombianas, por personas no residentes en Colombia se considera inversión extranjera⁷⁹.

La legislación colombiana contempla dos tipos de inversión extranjera: directa y de portafolio, pero el resultado de pertenecer a una u otra clasificación no es banal, pues para la inversión de portafolio se exige la constitución de un depósito equivalente al cincuenta por ciento (50%) del valor de la inversión⁸⁰, depósito que no se restituirá antes de 6 meses y durante dicho periodo no goza de ningún tipo de remuneración o rendimiento financiero⁸¹, lo cual evidentemente constituye un desestimulo mayúsculo para los capitales extranjeros que buscan llegar al país.

⁷⁹ Ver Decreto 2080 de 2000.

⁸⁰ Ver Decreto 1999 de 2008.

⁸¹ Al respecto véase el Decreto 1999 de 2008.

Para entender mejor cada una de estas especies de la inversión extranjera, a continuación se tratarán las características más relevantes de cada una de ellas.

4.1.1 Inversión extranjera directa⁸²

Es aquella que se realiza:

- Como contribución al capital de una empresa mediante la adquisición de participaciones, acciones, cuotas sociales, bonos obligatoriamente convertibles en acciones o cualquier aporte representativo del capital de una empresa.
- En la adquisición de derechos en patrimonios autónomos constituidos mediante contrato de fiducia mercantil como medio para desarrollar una empresa o para la compra, venta y administración de participaciones en empresas no registradas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
- En la adquisición de inmuebles, títulos de participación en procesos de titularización inmobiliaria o a través de fondos inmobiliarios.
- En aportes de actos o contratos si éstos no representan una participación en la sociedad y las rentas que generen dependen de las utilidades de la empresa. Tal es el caso de los contratos de transferencia de tecnología, colaboración, concesión, servicios de administración y licencia; y
- Mediante inversiones en sucursales constituidas en Colombia por personas jurídicas extranjeras como inversión inicial al capital asignado a la sucursal, o como inversión suplementaria al capital asignado de la misma.
- En la adquisición de participaciones de fondos de capital privado⁸³.

⁸² Ver artículo 3 lit a) Decreto 2080 de 2000.

⁸³ Conforme lo establece el Decreto 2175 de 2007, los fondos de capital privado son carteras colectivas cerradas administradas por sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades

4.1.2 Inversión de portafolio⁸⁴

Es la que se efectúa a través de fondos de inversión de capital extranjero en acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones y otros valores negociables en el mercado público de valores.

Estos fondos se definen como patrimonios organizados bajo cualquier modalidad (a través de contratos de fiducia mercantil, encargos fiduciarios, contratos de custodia u otros análogos) en Colombia o en el extranjero, con recursos aportados por una o más entidades, personas naturales o jurídicas extranjeras, con el propósito de realizar inversiones en el mercado público de valores. Por lo tanto, están sometidos, para la adquisición de acciones, a las reglas que regulan la oferta pública de adquisición, en los casos previstos para los inversionistas locales, sin perjuicio de las reglas aplicables a determinado tipo de inversiones.

El legislador ha dado un tratamiento anti técnico a los fondos de los Programas de ADRs, pues en el artículo 41 del Decreto 2080 de 2000, ubicado topográficamente en el Capítulo III del Título III (que trata el Régimen general de la Inversión de Capital del Exterior de Portafolio), los hace ver como inversión de portafolio y les da tratamiento de tal al establecer que *“De conformidad con lo previsto en el artículo 27 de este Decreto, se consideran fondos institucionales los patrimonios constituidos por las acciones o bonos convertibles en acciones de sociedades colombianas, que reciba una sociedad en Colombia vigilada por la Superintendencia Bancaria o por la Superintendencia de Valores, en virtud de un contrato de fiducia, encargo fiduciario u otro contrato análogo, respecto de los cuales una entidad financiera en el exterior realizará una emisión de títulos*

fiduciarias y sociedades administradoras de inversión, que para representar los derechos de participación de los inversionistas emiten documentos que tienen la calidad de valores en los términos del artículo 2° de la Ley 964 de 2005.

⁸⁴ Ver artículo 3 lit b) Decreto 2080 de 2000.

representativos de dichas acciones o bonos para ser adquiridos por parte de inversionistas de capital del exterior (subrayas por fuera del texto original); fíjese que, en otras palabras, esta disposición está parafraseando la operación típica de un Programa de ADRs.

El mismo artículo dispone que a estos fondos se les aplicará las normas del Capítulo III, del Título III del Decreto 2080, “cuando por su naturaleza le sean aplicables”.

No obstante, al remitirse al artículo 27 del precitado estatuto, que trae la definición de lo que debe entenderse por fondo de inversión de capital extranjero, puede apreciarse sin mayores esfuerzos que se excluye por definición a los fondos pertenecientes a los Programas de ADRs, pues dicho artículo establece que “*el patrimonio organizado bajo cualquier modalidad, en Colombia o en el extranjero, con recursos aportados por una o más entidades o personas naturales o jurídicas extranjeras, con el propósito de realizar inversiones en el mercado público de valores*” (subrayas por fuera del texto original), y como ya se ha dicho, el fondo administrado por el Custodio Local no busca realizar inversiones en el mercado público de valores colombiano, sino simplemente encargarse de la custodia física de los títulos subyacentes, es decir, de las acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones que representan los ADRs; de modo tal que el objetivo que persigue es tan diferente, que es perfectamente sensato afirmar que no se deberían asimilar los Programas de ADRs a fondos institucionales de inversión de capital extranjero, y mucho menos a una inversión de portafolio, como lo ha hecho parecer forzosamente nuestro legislador, a causa de un craso desconocimiento en la materia y falta de técnica legislativa y financiera.

Esa pertinaz similitud que ha hecho el legislador de los Programas de ADRs o GDRs con los fondos institucionales de inversión de capital extranjero, obedece más a razones prácticas que de fondo, pues se trataba de un instrumento que

mantenía la inversión colectiva en el capital de una empresa, respecto de la que múltiples inversionistas del exterior eran propietarios; y adicionalmente, se regulaba al administrador o custodio local y se listaban sus deberes. Basado en esas dos similitudes el legislador colombiano vinculó, de manera desprevénida, los Programas de ADRs con los fondos institucionales de inversión de capital extranjero.

En consecuencia, considero que estos Programas corresponden más al concepto de inversión directa, definido en el artículo 3° del Decreto 2080 como *“La contribución al capital de una empresa mediante la adquisición de participaciones, acciones, cuotas sociales, bonos obligatoriamente convertibles en acciones o cualquier aporte representativo del capital de una empresa”*, obviamente por inversionistas del exterior, ya que son inversiones que pretenden llegar al capital de las empresas y no como la inversión de portafolio la cual no participa en la empresa sino en valores, tal y como de hecho, lo dispone el artículo 26 del decreto 2080 cuando define el objeto de los fondos que realizan inversión de portafolio como el de *“realizar transacciones en el mercado público de valores”*. En otras palabras, es la intención de la inversión en el capital de una compañía, y no en el mercado de valores, la que distingue la inversión directa de la inversión de portafolio.

Ahora bien, tal y como se dijo al comienzo de este punto, la consecuencia de pertenecer a una u otra clasificación no es trivial pues el inciso segundo del artículo 29 del Decreto 2080, dispone que *“Como requisito para la inversión de Portafolio de Capital del exterior deberá constituirse, al momento de la canalización, un depósito en el Banco de la República por un monto equivalente al cincuenta por ciento (50%) del valor de la inversión...El depósito no será remunerado y el término para su restitución será de 6 meses”*, lo cual significa un desestimulo evidente para la participación extranjera en el capital de compañías colombianas, máxime cuando el artículo 2° del Decreto 1801 de 2007, ya exigía un

depósito equivalente al 40% de la inversión, monto que ya era incluso desproporcionado.

Si la filosofía del decreto 1801 de 2007 (modificadorio del artículo 29 del Decreto 2080 de 2000) es evitar los capitales del exterior con finalidades meramente especulativas al establecer que como requisito para la inversión de portafolio *“deberá constituirse un depósito en el Banco de la República en moneda legal, por un monto equivalente al cuarenta por ciento (40%) del valor de la inversión”*, debe decirse que, “por su naturaleza”, esta norma no debería aplicar a los Programas de ADRs o GDRs sobre patrimonios constituidos por acciones de empresas colombianas, a pesar de que éstos estén catalogados formalmente como inversión de portafolio por las razones anteriormente expuestas. De hecho, con ocasión de la expedición del decreto 4210 de 2004, que estableció un período de permanencia mínimo en el país para la inversión de portafolio de un año, el gobierno nacional reconoció la condición particular y distintiva de los Programas de ADRs o GDRs, señalando mediante el artículo 3° del decreto 4474 de 2005, que esta limitación no aplicaba a los mismos.

Un activismo tan prolífico en este tema, pero a la vez tan atado a la conveniencia política de un determinado momento histórico, lanza al vacío a aquellas empresas colombianas que luchan por atraer capital de participación extranjero, pues imponer la exigencia de la constitución de depósitos a los inversionistas que participen en Programas de ADRs o GDRs sobre acciones colombianas implica desestimular la inversión extranjera en el capital de las sociedades emisoras nacionales, limitando así su desarrollo y acceso a los mercados. Debe hacerse un llamado de atención al gobierno nacional y al Banco de la República, para que este tema no sea tratado como un asunto de política monetaria exclusivamente, pues un país como Colombia que aún no logra alcanzar el grado de inversión⁸⁵,

⁸⁵ Al respecto véase <http://lta.reuters.com/article/businessNews/idLTAN1958319420080619>

tiene una desventaja natural para mostrarse atractivo a la inversión extranjera, lo cual sumado a una inestabilidad e incertidumbre jurídica respecto del régimen de inversión extranjera, convierte a nuestro país en un escenario poco propicio para acoger estos capitales.

No obstante, y luego de haber finalizado la elaboración de este punto, el gobierno nacional, mediante el Decreto 1999 del 6 de junio de 2008 (modificatorio del Decreto 1801 de 2007) reformó el artículo 29 del decreto 2080 de 2000, y exoneró a los fondos institucionales de la obligación de depositar en el Banco de la República, al momento de la canalización de la inversión, un monto equivalente al 50% de la misma, así:

Artículo 29. Modificado por el Decreto 1999 de 2008, artículo 1º. Registro y depósito.

...

Parágrafo 3º. Se exceptúan del requisito establecido en el inciso segundo de este artículo, las inversiones realizadas en emisiones primarias de acciones y en los fondos institucionales a que se refiere el artículo 41 del presente decreto.

Lo anterior, antes que restarle importancia a la discusión planteada y desarrollada en este punto, le da mayor relevancia, pues pone de manifiesto la singularidad y particularidad de los Programas de ADRs y GDRs, así como la inconveniencia de aplicar este tipo de restricciones para dichos Programas de participación extranjera en el capital de compañías colombianas, y de paso hace pública la debilidad y la languidez lógica de la inaceptable similitud que ha hecho nuestro legislador entre de los Programas de ADRs y los fondos institucionales de inversión de capital extranjero, pues esta es ya la segunda excepción (luego de la establecida en el Decreto 4474 de 2005 referente a la permanencia mínima exigida para la inversión de portafolio) que se hace para los fondos institucionales

con respecto a las normas propias de la inversión de portafolio, lo cual hace pensar que si existen tantas excepciones a la regla general es porque, finalmente, este tema merece un tratamiento diferente y en últimas no se compadece con la definición propia de inversión de portafolio que trae el Régimen General de Inversiones de capital del exterior en Colombia.

Deben celebrarse los anteriores avances, pero para contar un marco jurídico claro y coherente que le brinde seguridad a los inversionistas extranjeros, se debe estudiar la eliminación en el Decreto 2080 de 2000, de la asimilación de estos Programas a fondos institucionales que desarrollan inversión de portafolio a que se refiere el artículo 41 del citado Decreto, y expedir una regulación propia para estos Programas, regulación que en primer lugar conozca y entienda la dinámica de la operación, para así brindar soluciones prácticas y de fondo a las problemáticas que allí se presentan.

4.2 OBLIGATORIEDAD DE REALIZAR OPA CON ADQUISICIONES A TRAVÉS DE ADRS

¿Aplica también para las operaciones con ADRs la restricción en virtud de la cual para adquirir más del 25% del capital social de una compañía, debe acudirse al mecanismo de una OPA?

La oferta pública de adquisición (OPA), o *take over bid* como es conocida esta figura en los mercados internacionales, es una operación bursátil que consiste en que un individuo o una sociedad ofrece a los accionistas de una empresa que cotiza en bolsa adquirir sus títulos a un precio superior al del mercado. La OPA puede ser "amistosa" si los dirigentes de la empresa están de acuerdo; en caso contrario la OPA se considera "hostil"⁸⁶.

⁸⁶ <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=11006>. Visitada el 14 de julio de 2008.

El Decreto 1941, expedido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público el 13 de junio de 2006, reguló integralmente todo lo relacionado con la OPA (modificando la Resolución 400 de 1995), procedimiento mediante el cual toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, sólo podrá convertirse en beneficiario real del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en una bolsa de valores, de los porcentajes señalados por la norma.

Entonces quien quiera adquirir acciones inscritas en bolsa en los porcentajes contemplados en dicho decreto, debe cumplir ante la Superintendencia Financiera con los requisitos y el procedimiento que para el efecto se determina en el decreto.

Artículo 1.2.5.6. Obligatoriedad de adquirir a través de una oferta pública de adquisición. Toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, sólo 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 las cuales se llegue a dicho porcentaje a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en la presente resolución. 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, sólo podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%), a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en la presente resolución.

Parágrafo 1º. 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 2º. Para efectos de la presente resolución 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.

Debe saberse que el artículo 30 del Decreto 2080 de 2000 dispone que:

“Artículo 30. Limitaciones. El fondo de inversión de capital extranjero está sometido, para la adquisición de acciones, a las reglas que regulan la oferta pública de adquisición, en los casos previstos para los inversionistas locales.

Lo anterior, sin perjuicio del cumplimiento por parte de los inversionistas de las disposiciones legales vigentes que condicionen la adquisición de acciones o participaciones en una determinada persona jurídica.”

Sea lo primero advertir que no existen OPA sobre acciones preferenciales, o sobre valores cuyo subyacente sean acciones preferenciales, pues el artículo 1.2.5.6. de la Resolución 400 establece la obligatoriedad de adquirir a través de una oferta pública de adquisición cuando se pretenda adquirir una participación igual o

superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto. El párrafo segundo del mismo artículo trae la definición de lo que debe entenderse por capital con derecho a voto, así:

“Parágrafo Segundo.- Para efectos de la presente resolución 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.” Subrayas del autor.

Para entender un poco mejor este punto es necesario anotar que en Colombia existen varias clases de acciones: ordinarias, privilegiadas, de industria y con dividendo preferencial y sin derecho a voto⁸⁷. Esta última clase de acciones tiene un fuerte contenido económico; es más un instrumento de crédito, un instrumento financiero que una acción propiamente dicha a la luz del artículo 379 del Código de Comercio, pues como su nombre lo indica, esta acción no confiere el derecho de votar en la asamblea de accionistas, y una privación de tal entidad desdibuja completamente el carácter de la acción de estos instrumentos, al menos como la entiende nuestra legislación y nuestra doctrina, esto es, en palabras del profesor **Ramiro Rengifo**, como “*el documento que incorpora el derecho de su tenedor legítimo a reclamar de la sociedad el status de accionista*”⁸⁸.

Esta acción garantiza:

- Un dividendo mínimo.
- Una preferencia para el pago de dividendos sobre las acciones ordinarias.

⁸⁷ Véase los artículos 380 y 381 del C. de Co, y 61 y subsiguientes de la Ley 222 de 1995.

⁸⁸ RENGIFO HIGUITA, Ramiro. “*Títulos Valores*”. Señal Editora, decima primera edición, 2005, pág. 348.

- Un reembolso preferencial de los aportes una vez pagado el pasivo externo.

La emisión de este tipo de acciones es en primera instancia una forma de financiación de la sociedad, pues con ellas se consigue capital nuevo, pero no se entrega derecho de voto, y en consecuencia no se sacrifica el control del gobierno societario. Y fueron precisamente esos robustos alicientes económicos los que permitieron desplazar el derecho de deliberación y voto en las sesiones de la asamblea general de accionistas; así por ejemplo el profesor **Francisco Reyes Villamizar** sostiene al respecto que: *“La ausencia del derecho de participación representado por el voto en las sesiones de la asamblea, se compensa económicamente con el otorgamiento obligatorio de un dividendo que se paga de modo preferencial, siempre que la sociedad genere utilidades”*⁸⁹

De este modo queda claro que la discusión sólo tendría cabida en el evento de que el subyacente del ADRs sean acciones ordinarias (lo cual es perfectamente factible tal y como se dijo en capítulos anteriores) pues son éstas las únicas que confieren derecho de voto a su titular. Las acciones preferenciales no confieren tal derecho de participación representado por el voto en las sesiones de la asamblea, pues la legislación colombiana lo que les reconoce, además de unos derechos preferenciales de contenido económico, es un derecho de voto excepcional, para ciertos casos taxativos que trae la ley⁹⁰; incluso el nombre técnico jurídico para este tipo de acciones es “acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto”, y el artículo 63 de la Ley 222 de 1995 que trae la definición de este tipo de acciones así lo confirma:

“Artículo 63. Derechos. Las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto darán a su titular el derecho a percibir un dividendo

⁸⁹ REYES VILLAMIZAR, Francisco. *Derecho societario*. Tomo I. Bogotá. Ed. TEMIS, 2004, pág. 340.

⁹⁰ Ver el párrafo del artículo 63 de la Ley 222 de 1995.

mínimo fijado en el reglamento de suscripción y que se pagará de preferencia respecto al que corresponda a las acciones ordinarias; al reembolso preferencial de los aportes una vez pagado el pasivo externo, en caso de disolución de la sociedad; y a los demás derechos previstos para las acciones ordinarias, salvo el de participar en la asamblea de accionistas y votar en ella. ...” Subrayas del autor.

Fíjese pues que no es que exista un derecho de voto restringido, pues ello daría a entender que, *prima facie*, se tiene el derecho; este tipo de acciones como regla general, no confieren a sus titulares el derecho a voto, sino que la legislación colombiana se los otorga de manera excepcional y transitoria frente a determinados casos concretos, así lo ratificó la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera) al afirmar que:

*“De lo antes expresado se tiene que estas acciones dan a sus titulares el derecho a participar en los beneficios que le corresponden a un accionista ordinario, salvo los derechos políticos, siempre y cuando hayan sido conferidos por la asamblea general de accionistas o de la junta directiva, cuando a ella se le delegue, en el reglamento de suscripción de acciones con dividendo preferencial sin derecho a voto.”*⁹¹

En igual sentido, se pronuncia el profesor **Reyes Villamizar** al sostener que: “*Por supuesto, las acciones preferenciales gozan también de todos los derechos previstos en la regulación general de las sociedades anónimas, salvo el referente a la participación en las deliberaciones y votaciones de la asamblea (v.gr., derecho de inspección, libre negociación, suscripción preferencial sobre acciones de la misma clase, derecho de retiro, etc)*”⁹².

⁹¹ Concepto 20059 - 1098 del 13 de octubre de 2005. Superintendencia de Valores.

⁹² REYES VILLAMIZAR, Op. Cit., pág. 341.

Y agrega además que *“es importante recordar que estos accionistas no tienen ni siquiera el derecho de voz, a diferencia de lo que ocurre por ejemplo con los tenedores de acciones de industria sin estimación anticipada de su valor (C. de Co., art. 137).”*⁹³

La asignación del derecho a voto que la ley establece para ciertos casos precisos es ante todo una garantía fundamental para los inversionistas, pues se trata de una medida lógica ante la relativa indefensión en que puede hallarse el accionista preferencial, pero nunca puede confundirse esta fugaz garantía con un derecho de voto pleno como del que gozan los tenedores de acciones ordinarias.

Ya teniendo claro que la OPA sólo aplica cuando los títulos subyacentes de los ADRs sean acciones ordinarias, hay que analizar otro aspecto medular: el beneficiario real de la operación.

El Artículo 1.2.5.6. de la Resolución 400 establece que toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, sólo podrá adquirir una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de una sociedad a través de una oferta pública de adquisición. Surge entonces la pregunta ¿el beneficiario real es el inversionista extranjero que adquiere los ADRs o es el fondo administrado por el custodio local en Colombia? En criterio del autor, no sería acertado optar por la primera opción, puesto que quien figura como accionista inscrito en el libro de registro de accionistas de la sociedad emisora es el fondo (mal llamado fondo institucional), no el inversionista tenedor de los ADRs. Esto se explica además con el hecho que realmente el inversionista no tiene un vínculo jurídico directo con la sociedad emisora, él se entiende directa y únicamente con el banco depositario en los términos establecidos en el acuerdo de depósito; y la

⁹³ REYES VILLAMIZAR, Op. Cit., pág. 341.

sociedad emisora sólo interactúa con el banco depositario y con el custodio local, pero nunca con el inversionista extranjero.

Un argumento adicional para reforzar la respuesta es la imposibilidad fáctica en que se encuentra el banco depositario para obtener la identidad de todos y cada uno de los inversionistas que adquieren ADRs, pues la legislación del mercado de valores estadounidense permite a los inversionistas no revelar su nombre al hacer estas operaciones. De hecho en el acuerdo de depósito, que es en primer lugar un acuerdo de cooperación, en la práctica se estilan cláusulas relativas al libre, transparente y constante flujo de información entre las partes del contrato, pues ello se considera de vital importancia para el éxito del negocio; por ejemplo, luego de revisar el acuerdo de depósito celebrado entre Bancolombia S.A. y el Bank Of New York (ahora Bank of New York Mellon), se encontró una estipulación de esta naturaleza, en virtud de la cual, el banco depositario “hará su mejor esfuerzo” por informar a la sociedad emisora a cerca de la identidad de cada inversionista. El problema radica en que, como ya se advirtió, bajo la legislación del mercado de valores estadounidense, los inversionistas, con excepción de los fondos institucionales, no están obligados a revelar su identidad en este tipo de operaciones, lo cual en últimas no sólo dificulta, sino imposibilita, cumplir con una estipulación contractual como la que se estudia. En este orden de ideas la imposibilidad fáctica en que se encuentra el banco depositario para saber realmente la identidad de todos los inversionistas, hace nugatorio cualquier esfuerzo por tratar de individualizar al sujeto inversor, y de paso establecer el beneficiario real detrás de una adquisición de ADRs, si es que se llegara a sostener que el inversionista es el beneficiario real de la operación.

Luego de identificados, analizados y esclarecidos, por lo menos al entender del autor, los conceptos problemáticos del artículo 1.2.5.6. de la Resolución 400, se tiene que, se deberá realizar la OPA en los términos establecidos en la Resolución 400 cuando se cumplan dos condiciones básicas: (i) que los títulos subyacentes

de los ADRs sean acciones ordinarias, y (ii) cuando la participación del fondo pretenda ser superior al 25% del capital social de la emisora.

No obstante lo anterior, queda una pregunta en el aire, ¿qué pasa entonces con los casos en que los títulos subyacentes son acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto? Ante el vacío de la norma, pienso que es dable afirmar que nada obstaría para que el fondo adquiriera más del 25% del capital social, pues en últimas las limitaciones que impuso el legislador están dirigidas a proteger la adquisición del capital con derecho a voto, y como ya quedó dicho las acciones preferenciales no otorgan los derechos de participación en las deliberaciones ni votaciones de la asamblea.

4.3 EL CARÁCTER DE ACCIONISTA DEL TENEDOR DE ADRS EN LA SOCIEDAD COLOMBIANA QUE EMITE LOS TÍTULOS SUBYACENTES

¿Es el tenedor de ADRs un verdadero accionista en los términos del Código de Comercio Colombiano?

El artículo 379 del Código de Comercio lista los derechos que debe otorgar una acción a su titular, de los cuales el más importante es la posibilidad de participar en el gobierno de la sociedad, lo cual en últimas constituye la esencia de la acción, entendida ésta como el documento que incorpora el derecho de su tenedor legítimo a reclamar de la sociedad emisora el status de accionista, recogiendo nuevamente las palabras del profesor **Rengifo**.

Veamos qué sucede cuando se analiza el ejercicio de cada uno de los derechos que confiere la acción en los términos del artículo 379 ibídem por parte del inversionista extranjero tenedor de ADRs.

- *El de participar en las deliberaciones de la asamblea general de accionistas y votar en ella.*

Para analizar este punto hay que insistir en que el tenedor del ADR, como persona natural o jurídica según el caso, nunca tiene una relación directa con la sociedad emisora, pues estos dos sujetos constituyen los extremos de la operación, al menos desde el punto de vista funcional de un Programa de ADRs: la sociedad emisora emite los títulos subyacentes de los ADRs en Colombia, y al final de la cadena el inversionista extranjero adquiere el ADR en el mercado estadounidense. Estos dos sujetos se necesitan recíprocamente, al igual que todos los demás que hacen parte del Programa, pero eso no implica que tengan una relación inmediata, incluso, lo más probable es que la sociedad emisora nunca se entere siquiera de quiénes son sus inversionistas tenedores de ADRs. Es por eso que cada sujeto tiene un papel claro y preciso por desarrollar en el negocio, y es en virtud de esa especialidad que quien actúa como vocero del fondo institucional en Colombia es el custodio local, no el banco depositario, y mucho menos actúa el inversionista extranjero de manera directa, pues no puede olvidarse que si la filosofía que motivó la creación de este instrumento, y que aún alienta a los inversionistas a adquirirlo, es la facilidad y practicidad de comprar un título de una sociedad no estadounidense en el mercado bursátil estadounidense, sirviéndose de todo un andamiaje operativo y logístico transnacional, no tendría ninguna razón de ser que ese inversor prescindiera de dicha comodidad y decidiera entenderse directamente con la sociedad emisora. En este orden de ideas, es el custodio local es el único que se encuentra facultado por la ley⁹⁴ y por el contrato de fiducia que celebra con el banco depositario para actuar en representación del fondo “institucional”, y como es el fondo el que aparece inscrito en el libro de registro de accionistas de la sociedad emisora, es el único que ostenta la calidad jurídica de accionista, por tanto es él quien asiste a las asambleas generales de accionistas y vota en ellas.

⁹⁴ Véase al respecto el artículo 31 del Decreto 2080 de 2000.

Pero, ¿será que su voto es propio o recibe instrucciones de alguien más para emitirlo?, ¿cómo vota?. La verdad es que el custodio local informa del sentido del voto de los tenedores de ADRs, pues lo que sucede es que el banco depositario avisa a los inversionistas a cerca de la realización de la asamblea de la sociedad emisora y a cerca del tema objeto de votación para que éstos le hagan saber el sentido de su voto, de lo cual el banco depositario informa al custodio local para que él, en últimas, y en su calidad de vocero del fondo, que es el único inscrito en el libro de registro de accionistas de la sociedad emisora, vote en la asamblea. Este hecho podría ser un indicio que señale que el derecho de participar, deliberar y votar en las asambleas no se ejerce con la misma cercanía, intensidad y eficacia, con que lo haría un accionista en Colombia, pero si se observa con detenimiento bien podría contra argumentarse aduciendo que el custodio local, como administrador del fondo, actúa como mandatario del banco depositario, quien a su vez es quien recoge el sentido del voto de los tenedores de ADRs. Materialmente, y sólo materialmente, sería el mismo caso en el que un accionista otorga poder especial a otra persona para que lo represente en la asamblea.

Pero en la práctica existen ciertas dificultades, unas fácticas y otras de origen contractual que suponen obstáculos bastante serios frente a este tema. En primer lugar, debemos preguntarnos qué sucede con aquellos tenedores de ADRs que no informan al banco depositario el sentido de su voto, bien por desinterés (pues debe recordarse que estos inversionistas no tienen un *animus societatis* o animo societario, sino más bien un interés económico y especulativo, por lo cual no están muy interesados en el gobierno de la sociedad), o bien porque en virtud de las leyes que favorecen el anonimato de los inversionistas en el mercado norteamericano, el banco depositario impotente para conocer la identidad de todos los inversionistas, no logre comunicarles de manera efectiva a cerca de la realización de las asambleas. Pues bien, la respuesta no es unívoca, y más bien habría que decir que ello depende de lo que se haya estipulado en el acuerdo de depósito, dado que es allí donde se otorgan o restringen los derechos que se le

conferirán a los titulares de los ADRs. Al respecto pueden encontrarse tantas fórmulas como ideas se tengan sobre este punto. Algunos acuerdos de depósito establecen que una vez recogidos los votos se contabilizarán y en el sentido en que haya votado la mayoría, votará el fondo en la asamblea, de manera uniforme, sin importar para nada los inversionistas que se abstuvieron o que no votaron. Otros acuerdos de depósito, como el de Bancolombia, establecen una presunción en virtud de la cual los votos de los inversionistas que no votaron se suman al sentido en que votó la mayoría, es decir, que quien no votó se presume que votó en el mismo sentido en que lo hizo la mayoría de los que sí votaron. Otros Programas disponen que quienes no manifestaron el sentido de su voto, se entiende como si hubieran votado negativamente; y así podrán encontrarse otro sin número de modalidades y fórmulas. Lo que debe quedar claro es que, en últimas, este es un punto que se regula contractualmente (en el acuerdo de depósito), y sobre el cual existe plena libertad de disposición; pero precisamente esa indeterminación es la causa de grandes problemas para las sociedades emisoras colombianas, pues dado el gran abstencionismo de los tenedores de ADRs, ellas tienen que encontrar una solución para que esos votos en blanco no jueguen en contra de los intereses de la sociedad, o bloqueen eventualmente la toma de alguna decisión social importante. Aquí ya se advierte un punto que resulta de la mayor importancia para comenzar a resolver el problema planteado: la fuente del derecho de voto. Nótese que los titulares de acciones colombianas tienen n derecho de voto origen legal, consagrado de manera expresa en el numeral 1 del artículo 379 del Código de Comercio; pero los tenedores de ADRs pueden votar en las asambleas, no porque exista alguna ley que les tutele ese derecho, sino porque se les otorgó expresamente en el acuerdo de depósito. Para unos la fuente de su derecho es legal, y para otros es contractual. ¿Y cuál es la consecuencia de esa diferencia? La certidumbre; pues el derecho es ante todo, cierto; y es esa falta de certidumbre la que marca la gran diferencia entre el derecho de voto que otorga el artículo 379 ibídem, y la mera expectativa en que se encuentran los tenedores de ADRs.

Un aspecto que confirma ese aleas del derecho de voto de los tenedores de ADRs, es el hecho de que se pueda pactar en el acuerdo de depósito que se presumirá, en determinado sentido, el voto del abstencionista, pues esto cercena de manera evidente ese derecho; sería tanto como no tenerlo, pues finalmente un tercero está decidiendo por el inversionista cómo votar. Esos casos específicos demuestran la fragilidad de la prerrogativa de voto de los titulares de ADRs, y estaríamos frente a una total ausencia del derecho de deliberación y voto que otorga el numeral 1 del artículo 379 del C. de Co.

No puede terminarse sin antes puntualizar sobre un tema importante. En los casos en que el acuerdo de depósito disponga que el custodio local no votará de manera univoca, es decir, recogiendo el sentido del voto de la mayoría de los votos emitidos, sino que reflejará la intensidad de voto de los diferentes inversionistas, esto es, presentándose en la asamblea e informando que “x” cantidad de votos fueron afirmativos y “x” cantidad de votos fueron negativos, no se presenta allí una trasgresión al principio de indivisibilidad del voto consagrado en el artículo 378 del C. de Co., ni un caso de voto múltiple como el que prohíbe la parte final del artículo 381 ibídem, pues si bien el fondo institucional es el accionista inscrito, cuando vota en las asambleas no lo hace a nombre propio, sino en calidad de vocero, de mero mandatario del banco depositario, y en consecuencia, para ese asunto específico, su único papel es comunicar una decisión que, en virtud del acuerdo de depósito, les corresponde tomar a los tenedores de ADRs, no porque de ellos se predique el carácter de accionistas en la sociedad emisora, sino porque en el contrato de depósito se les confirió expresamente ese derecho. De este modo, el custodio local actúa, por lo menos materialmente, del mismo modo en que actuaría un mandatario de un sindicato de accionistas, quien simplemente informa el sentido del voto de cada uno de ellos, en los términos establecidos en el artículo 70 de la Ley 222 de 1995.

En síntesis, con excepción de los casos en que se presume el voto del inversor abstencionista, debe decirse que cuando el acuerdo de depósito le otorga al tenedor de un ADR la posibilidad de votar en las asambleas generales de accionistas de la sociedad emisora, este titular de ADRs puede instruir el sentido de su voto, que será ejecutado por el custodio local en el país de ubicación de la sociedad emisora, cuando se realicen las asambleas, pero no porque la ley colombiana le otorgue ese derecho, sino porque así quedó establecido en el acuerdo de depósito, pero bien podría no estarlo pues el banco depositario puede lograr que el inversionista renuncie al ejercicio de este derecho, con la finalidad de ejercerlo él y así lograr votos no divergentes por la totalidad de las acciones representadas en los ADRs emitidos. Y esa diferencia no es trivial, ya que no estaríamos frente a un derecho propiamente dicho, pues el derecho es cierto; estaríamos más bien frente a una prerrogativa de origen contractual, cuya eventualidad no permite que se le considere en iguales condiciones que el derecho de voto que otorga el numeral 1 del artículo 379 del Código de Comercio colombiano, pues bajo nuestra legislación los estatutos sociales, los cuales contienen el contrato de sociedad que regula la relación entre los diferentes socios, no pueden cercenar el derecho de voto de las acciones ordinarias, pues éste constituye un elemento inherente de la acción sin el cual no podría hablarse de ella; pero esa misma protección no se presenta respecto al acuerdo de depósito. En este orden de ideas, si bien, materialmente hablando, tanto el accionista colombiano de titular de acciones como el tenedor de ADRs, pueden indicar el sentido de su voto en la asamblea, el primero lo hace en virtud de un derecho propiamente dicho, con total certidumbre de que nunca podrá serle restringido, mientras que el segundo lo hace porque fortuitamente el acuerdo de depósito se lo ha permitido, pero bien podría habérselo negado.

En todo caso debe quedar igualmente claro que, la instrucción del sentido del voto del tenedor de ADRs por parte del custodio local, no puede asimilarse formalmente al mandato que otorga un accionista a su mandatario, pues el

tenedor del ADR no es accionista, toda vez que el único que ostenta la calidad jurídica de accionista es aquel que aparezca inscrito en el libro de registro de accionistas, y en el marco de un Programa de ADRs ese sujeto es el fondo. Podría decirse simplemente para ilustrar a manera de colofón, que el tenedor de acciones colombianas es titular directo del derecho de voto, y que el tenedor de ADRs es un titular indirecto (pues el accionista inscrito es el fondo) y accidental (pues bien puede el acuerdo de depósito no concederle el derecho de voto) de una prerrogativa (no de un derecho) de voto.

- *El de recibir una parte proporcional de los beneficios sociales establecidos por los balances de fin de ejercicio, con sujeción a lo dispuesto en la ley o en los estatutos.*

Tanto las acciones ordinarias como preferenciales otorgan el derecho a percibir dividendos, de modo que no tiene en este punto mucha importancia discutir en cuanto a la naturaleza del título subyacente, en todo caso habrá lugar al pago de dividendos, pero ¿a quién se le pagan?. Para solucionar este primer interrogante hay que recordar que el accionista de la sociedad emisora es el fondo institucional, no el tenedor de ADRs, y en consecuencia la sociedad emisora paga los dividendos al custodio local, administrador del fondo, al igual que lo hace con el resto de sus accionistas.

Pero el punto de inflexión se encuentra en el siguiente paso de la operación, pues si bien el custodio local, recibe de manos de la sociedad emisora en Colombia el dinero correspondiente al pago de dividendos, ese dinero lo transfiere al banco depositario quien finalmente lo entrega a los inversionistas extranjeros en los EEUU, pero no como dividendos, sino a título de “rendimientos financieros”.

Sin embargo, el problema no es de simple terminología, pues podría pensarse que no importa el nombre que se le dé a esa suma, llámese dividendos o rendimientos

financieros , o intereses, o como se quiera, finalmente es el mismo dinero y cumple una única función: obtener un beneficio económico adicional. Pero esos argumentos meramente funcionales pasan por alto un punto que no se puede obviar y es que los dividendos, como figura propia e inherente a la acción, son un derecho único y exclusivo del accionista, que sólo se le reconoce y paga al accionista, y ya es bien sabido que el único que ostenta ese carácter en un Programa de ADRs es el, mal llamado, fondo institucional. Ese fondo recibe el dinero, pero una vez disponga de él, dejará de llamarse dividendo, y será un activo regular, como si se tratara de simples intereses o ganancias de operaciones financieras (suponiendo que pudiera hacerlas, pues realmente su objeto es simplemente el de administrar).

- *El de negociar libremente las acciones, a menos que se estipule el derecho de preferencia en favor de la sociedad o de los accionistas, o de ambos.*

Este es un punto que no admite mucha discusión y que a criterio del autor puede solucionarse con un argumento que ya ha contribuido a tomar posición frente a los anteriores problemas, y es el que podría denominarse “el argumento del accionista inscrito”, según el cual el único que ostenta la calidad jurídica de accionista inscrito en el libro de registro de accionistas de la sociedad emisora es el fondo, y en ese sentido el tenedor de ADRs lo que tiene es un instrumento totalmente diferente al de una acción colombiana (así su título subyacente sea una acción colombiana), expedido en otro país, bajo otra legislación y que pretende cumplir un fin totalmente distinto al de una acción colombiana. Sin embargo, existe un mecanismo denominado “arbitraje financiero”⁹⁵ a través del cual el tenedor de

⁹⁵ Un arbitraje financiero se da cuando se detecta un mismo activo que cotiza en dos mercados distintos a dos precios distintos (teniendo en cuenta tipo de cambio y costos de transacción). Si ésto ocurre, se puede vender en un mercado y comprar en otro, esperando que los precios tiendan a la igualdad y ganando la diferencia existente en los mismos al momento de realizar la operación. Los arbitrajes duran muy poco tiempo porque cuando son detectados por los otros participantes, el *spread* (diferencial) de ganancia se ajusta hasta que los costos de transacción hacen que la operación deje de ser rentable e interesante desde la óptica financiera. Tomado de

ADRs puede convertir estos instrumentos en las acciones que representan y negociarlos en la bolsa de valores de Colombia. Esta modalidad se llama *flowback*. La operación contraria, esto es, si el inversionista extranjero adquiere las acciones en el mercado nacional y las transforma en ADRs para ser transadas en el exterior, se denomina técnicamente *inflow*.⁹⁶

Así las cosas, el inversionista goza de un derecho alternativo; pues puede exigir en su calidad de tenedor de los ADRs que, en lugar de que se le pague el dinero respectivo producto de la venta de los valores representados por los ADRs, se le haga entrega de dichos valores extranjeros, es decir, de las acciones colombianas, convirtiéndose así en titular directo de todos los derechos contenidos en ellas, adquiriendo así la calidad jurídica de accionista de la sociedad emisora; pero mientras el inversionista extranjero no realice la operación de arbitraje financiero a través de la cual convierta los ADRs en las acciones colombianas, por sustracción de materia, no podrá negociarlas libremente, y el derecho contenido en el numeral 3 del artículo 379 del C. de Co. no será más que una mera ilusión, una mera expectativa.

- *El de inspeccionar, libremente, los libros y papeles sociales dentro de los quince días hábiles anteriores a las reuniones de la asamblea general en que se examinen los balances de fin de ejercicio.*

Para hacer este estudio hay que acudir nuevamente al argumento que he llamado “argumento del accionista inscrito”, pues sin importar en este punto el tipo de acción que constituya el título subyacente del ADR, lo cierto es que ese inversionista extranjero titular de los ADRs, en estricto sentido no tiene acciones colombianas, sino un título valor estadounidense, y en consecuencia mal haría la

[http://www.inversorglobal.com.ar/noticias/inversiones_financieras/cartera_global_arbitrajes_ adr-](http://www.inversorglobal.com.ar/noticias/inversiones_financieras/cartera_global_arbitrajes_adr-)
Visitada el 17 de julio de 2008.

⁹⁶ <http://www.bolchile.cl/publicacion/diccionario.jsp>. Visitada el 17 de julio de 2008.

sociedad emisora en permitirle ejercer el derecho de inspección consagrado en el numeral 4 del artículo 379 del C. de Co. bajo el amparo de dicho título extranjero.

Pero el escenario de debate cambia sustancialmente cuando el inversionista, mediante un arbitraje, “convierta” los ADRs en las acciones subyacentes, caso en el cual, como ya se dijo antes, adquirirá, de pleno derecho, el status de accionista de la sociedad emisora. Pero puede pensarse en una hipótesis intermedia: ¿qué sucede si el fondo pretende ejercer el derecho de inspección? En primer lugar debe decirse que, en concepto del autor, no se ve ningún impedimento en que el fondo ejerza tal derecho, pues él es el accionista que figura ante la sociedad emisora (argumento del accionista inscrito), y en consecuencia la ley le otorga expresamente el derecho a inspeccionar los libros.

Cosa diferente es saber si el título subyacente otorga a su titular el derecho de inspección, caso en el cual, tanto en el supuesto en que el tenedor de ADRs realice una operación de arbitraje *flowback* y consiga hacerse a las acciones colombianas, como en caso en que el fondo pretenda ejercer el derecho de inspección en su calidad de accionista, habrá que analizar qué clase de acción es el título subyacente, dado que en este punto sí cobra importancia la distinción, pues algunos autores le niegan ese derecho a los accionistas preferenciales, argumentando que la ausencia del derecho de participación, representado por el voto en las sesiones de la asamblea, implica correlativamente una falta de legitimación para inspeccionar los libros sociales. Parece coadyuvar a esta tesis la Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera, al afirmar que “*estas acciones* (las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto) *dan a sus titulares el derecho a participar en los beneficios que le corresponden a un accionista ordinario, salvo los derechos políticos, siempre y cuando hayan sido conferidos por la asamblea general de accionistas o de la junta directiva, cuando a*

*ella se le delegue, en el reglamento de suscripción de acciones con dividendo preferencial sin derecho a voto*⁹⁷ (subrayas del autor).

Igualmente la Superintendencia Financiera mediante Concepto 2007046550-003 del 9 de octubre de 2007, ratificó lo anterior al afirmar que *“en ese orden de ideas dichas acciones (las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto) le confieren al inversionista un beneficio económico preferente e implican de manera correlativa el costo de oportunidad consistente en no tener injerencia sobre la dirección de la sociedad.”* (subrayas del autor). Y seguidamente, en el mismo Concepto, finaliza diciendo que *“las acciones con dividendo preferencial otorgan a sus titulares prerrogativas esencialmente de carácter patrimonial, mientras que las acciones ordinarias, conceden además derechos de participación en las determinaciones sociales”*. Parece dar a entender la Superintendencia Financiera con las precitadas aseveraciones que, de manera indiscriminada, los accionistas preferenciales carecen de los derechos políticos en un sentido amplio, lo cual a sabiendas que una de las más claras y contundentes manifestaciones de aquellos es precisamente el derecho de inspección, tal y como lo ha dicho la Superintendencia de Sociedades mediante una doctrina pacífica y decantada⁹⁸, permitiría concluir que se estaría privando del derecho de inspeccionar los libros sociales a los titulares de acciones preferenciales en los términos contenidos en el numeral 4 del artículo 379 del C. de Co.

Por el contrario, otros afirman que sólo están privados los accionistas preferenciales del derecho de deliberación y voto, pero que conservan los demás

⁹⁷ Concepto 20059 - 1098 del 13 de octubre de 2005. Superintendencia de Valores.

⁹⁸ *“Sobre el particular, me permito señalarle que el derecho de inspección es una de las manifestaciones más claras que contempla el Código de Comercio respecto a los derechos políticos que tienen los socios de una sociedad, pues además de permitirles fiscalizar los libros y documentos de la sociedad, conocen las actuaciones y gestiones realizadas por los administradores para lograr los fines propuestos por la empresa”*. Oficio 220-035768 del 19 de julio de 2007, Superintendencia de Sociedades.

derechos propios del accionista. Por ejemplo, el profesor **Reyes Villamizar** sostiene que *“las acciones preferenciales gozan también de todos los derechos previstos en la regulación general de las sociedades anónimas, salvo el referente a la participación en las deliberaciones y votaciones de la asamblea (v.gr., derecho de inspección, libre negociación, suscripción preferencial sobre acciones de la misma clase, derecho de retiro, etc)”*⁹⁹.

El autor se inclina por esta última posición, pues es ya bastante clara la Ley 222 de 1995 cuando dispone en su artículo 63 que *“las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto darán a su titular el derecho a percibir un dividendo mínimo fijado en el reglamento de suscripción y que se pagará de preferencia respecto al que corresponda a las acciones ordinarias; al reembolso preferencial de los aportes una vez pagado el pasivo externo, en caso de disolución de la sociedad; y a los demás derechos previstos para las acciones ordinarias, salvo el de participar en la asamblea de accionistas y votar en ella”* (subrayas por fuera del texto legal). Fíjese que el legislador excluyó, de manera sumamente puntual y precisa, el derecho de participar y votar en las asambleas de accionistas, de modo que no puede extenderse la prohibición a otros derechos, máxime cuando el texto legal establece literalmente que este accionista es titular de todos los otros derechos previstos para las acciones ordinarias, dentro del cual lógicamente se encuentra el derecho de inspección.

Así, es claro que el tenedor de ADRs, como inversionista individualmente considerado, no está en posibilidad jurídica de ejercer el derecho de inspección, pues no es él de quien se predica el status de accionista. Cosa diferente, y lo cual hace parte de un debate que debe hacerse respecto de nuestra legislación interna, es saber si sólo las acciones ordinarias confieren el derecho de inspección a sus titulares, de modo que si el fondo está constituido por acciones preferenciales, o

⁹⁹ REYES VILLAMIZAR, Op. Cit., pág. 341.

los ADRs están respaldados con acciones preferenciales, ni el fondo, ni el inversionista extranjero luego de hacer el correspondiente arbitraje, podrían ejercer el derecho de inspección de manera efectiva. En criterio del autor, siempre, sin distinción de la clase de acción subyacente, le asistirá al correspondiente titular de las acciones el derecho de inspección en los términos previstos en el artículo 379 del C. de Co.

- *El de recibir una parte proporcional de los activos sociales al tiempo de la liquidación y una vez pagado el pasivo externo de la sociedad.*

Para no ser repetitivo, basta decir en este acápite que mientras el inversionista extranjero tenga en su poder los ADRs, y no las acciones subyacentes, no podrá presentarse dentro del proceso liquidatorio para reclamar una parte proporcional de los activos sociales, pues al no ser el accionista inscrito no se encuentra debidamente legitimado para ejercer este derecho. Lógicamente, tal y como se explicó en numerales anteriores, la respuesta variará completamente dado el caso que el tenedor de ADRs los convierta, mediante arbitraje financiero, en acciones colombianas, o incluso, sin lugar a dudas, podrá el custodio local presentarse al proceso liquidatorio, en su calidad de administrador y vocero del fondo, para reclamar dicha parte proporcional de los activos sociales.

Pero podría además preguntarse: ¿será que una vez declarada la disolución y comenzado el proceso de liquidación de la sociedad emisora, los ADRs pueden seguir circulando en el mercado estadounidense, o por el contrario constituye tal hecho (la disolución) una causal para que dichos títulos salgan del mercado bursátil estadounidense y en consecuencia se termine el Programa? La respuesta requiere sin duda un estudio muchísimo más profundo tanto desde el punto de vista formal como material del Programa, y en consecuencia trasciende los límites de este trabajo, no obstante ésta puede ser un buen punto de partida para una investigación posterior.

Una vez terminado el análisis, se puede comenzar a extraer conclusiones. Como pudo apreciarse, a lo largo del estudio se fue construyendo y consolidando una posición clara frente a los problemas bajo examen. El argumento “del accionista inscrito” fue uno de esos instrumentos, y me permite concluir sin lugar a dudas que bajo la legislación colombiana el único sujeto perteneciente a un Programa de ADRs del que se puede predicar la calidad jurídica de accionista de la sociedad emisora es el fondo, y no el inversionista titular de los ADRs, así el primero reciba eventuales instrucciones del segundo (como en el caso de las votaciones en las asambleas) pues el fondo constituye una persona jurídica diferente de los inversionistas, lo que sucede es que, en algunas ocasiones, en virtud de lo dispuesto en el acuerdo de depósito, transmite el sentir de aquellos, v.gr. en la instrucción del sentido del voto. Y este es un punto clave, pues en el marco de un Programa de ADRs el derecho de voto de los tenedores de ADRs tiene un origen meramente contractual (en el acuerdo de depósito), no legal, como el que le asiste al titular de acciones colombianas, y en ese orden de ideas bien podría el banco depositario hacer renunciar al inversionista al ejercicio del derecho de voto, con la finalidad de ejercerlo él y así lograr votos no divergentes por la totalidad de las acciones representadas en los ADRs emitidos, por lo cual decidí mejor llamar a esa posibilidad de voto de la cual a veces son titulares los tenedores de ADRs como una mera “prerrogativa contractual”.

Fíjese que sólo el primer numeral pareció abrir la puerta a la afirmación del carácter de accionista en la sociedad emisora del tenedor de ADRs, pero lo hizo de manera ilusoria, pues el aleas propio de la negociación del contenidos de los contratos juega un papel fundamental en saber si el tenedor de ADRs podrá votar en la asamblea, y tal incertidumbre no permite homologar esa prerrogativa a un derecho pleno y cierto como el que otorga el numeral 1 del artículo 379 del C. de Co. El análisis de los demás derechos que confiere el precitado artículo fue menos problemático pero arrojó una respuesta clara: el único sujeto que posee acciones colombianas de la sociedad emisora, y que se encuentra inscrito en el libro de

registro de accionistas en los términos del artículo 195 del C. de Co., es el mal llamado fondo institucional, salvo los casos en que el titular de ADRs realice un arbitraje *flowback*, caso en el cual ostentará ese mismo carácter.

Tendiendo ya un balance general, analizando con detalle desde lo particular, en el criterio del autor, resulta razonable concluir que el tenedor de ADRs, conforme las normas de la legislación colombiana, no ostenta el carácter de accionista en la sociedad emisora, siempre y cuando no realice arbitraje.

BIBLIOGRAFÍA

- ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. Contratos Mercantiles: Contratos Atípicos. Quinta edición. Bogotá: Biblioteca Jurídica Diké, 2004. v.2.
- BANCO DE LA REPÚBLICA “Seminario sobre underwriting de valores”, Comisión Nacional de Valores, Corporación Financiera Internacional y otros. Bogotá abril 2, 3 y 4 de 1984.
- BARBIER, Eduardo Antonio. Contratación bancaria. Buenos Aires, Editorial Astrea, 2002. Tomo 2.
- BLACK´S LAW DICTIONARY, eight edition, Thomson West, 2nd reprint, 2007.
- BONEO VILLEGAS, Eduardo J. y BARREIRA DELFINO, Eduardo A. Contratos bancarios modernos: banca moderna, leasing, factoring, underwriting. Abeledo-Perrot, 1994.
- CALDERÓN, José Fernando. Banca de Inversión. Principales Operaciones y su desarrollo en Colombia, en Revista de Derecho Privado, Universidad de Los Andes, Editorial Temis, volumen II, diciembre de 1998.
- ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. Derecho comercial y económico: Contratos parte especial. Buenos Aires, Editorial Astrea, 2000. Tomo 3.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. World Economic Outlook, 2007.
- GLOSARIO FINANCIERO, Grupo de profundización en finanzas y mercados de capitales de la Escuela de Ingeniería de Antioquia.
- INTERNATIONAL INVESTING BROCHURE. United States Securities and Exchange Commission SEC. Division of Corporation Finance, 1999.

- LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio y SHLEIFER, Andrei. What Works in securities laws? *The Journal of Finance*. Vol. 61, No. 1, Febrero de 2006.
- LANGE, Brenda. *The Stock Market Crash of 1929: The End of Prosperity*. Chelsea House Publications. 2007.
- LINARES BRETÓN, Samuel. *La operación financiera de underwriting*, La Ley, p. 140.
- OSPINA FERNANDEZ, Guillermo. *Teoría general del contrato y del negocio jurídico*. Sexta edición actualizada. Bogotá. Ed. TEMIS, 2000.
- RENGIFO HIGUITA, Ramiro. "Títulos Valores". Señal Editora, decima primera edición, 2005.
- REYES VILLAMIZAR, Francisco. *Derecho societario*. Tomo I. Bogotá. Ed. TEMIS, 2004.
- SORNETTE, Didier. *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems*. Princeton University Press. 2003,

Sitios Web:

- <http://www.adr.com>
- <http://www.adrbny.com>
- <http://www.bloomberg.com>
- <http://www.bolchile.cl>
- <http://www.bvc.com.co>
- <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com>

- <http://www.hkex.com.hk>
- <http://www.jpmorgan.com>
- <http://lta.reuters.com>
- <http://www.londonstockexchange.com>
- <http://www.research.gold.org/prices/>
- <http://www.reuters.com>
- <http://www.sec.gov>