

# LOS ADR'S COMO MECANISMOS DE FINANCIACION PARA LAS EMPRESAS COLOMBIANAS

ROBERTO CURCI B.

Ingeniero de Sistemas, ICESI. Administrador de Empresas ICESI. Maestría en Administración, Universidad de Miami. Profesor ICESI. Asesor Empresarial.

FERNANDO JARAMILLO B.

Administrador y Contador Público, Universidad de Antioquia. Posgrado en Finanzas, Universidad Eafit. Asesor de Empresas y Jefe del Departamento de Finanzas a nivel de Pregrado. Director Especializado en Finanzas de la Universidad ICESI

## INTRODUCCION

Esta investigación estudia y analiza una de las estrategias de financiamiento que han utilizado empresas del sector real, instituciones del sistema financiero y gobiernos latinoamericanos, para la consecución de ahorro externo a invertir en el desarrollo de la región. La estrategia básica comprende la emisión de ADRs. Nuestro interés se centrará en Colombia, debido a que son pocas las empresas que han utilizado este mecanismo de financiación y, por tanto, consideramos necesario difundir esta estrategia por ser una alternativa bastante favorable.

El principal obstáculo para la financiación del desarrollo latinoamericano ha sido la lenta evolución de los mercados de capital debido al bajo volumen de ahorro, que sólo es posible incrementarlo si existe una actividad productiva intensa, la cual no se logra sin abundancia de capital. El papel de los mercados de capital y su contribución potencial como agentes de desarrollo es precisamente

ayudar a romper este círculo vicioso, canalizando el ahorro interno y externo hacia actividades productivas y comerciales y, promoviendo a éstas cuando no existe suficiente demanda de recursos para la inversión.

Entre las razones del porqué ha sido necesario buscar ahorro externo para la financiación de los procesos de modernización y reconversión en los cuales están empeñados los países y las empresas latinoamericanas, tal como lo indicamos en el párrafo anterior, se encuentra la estrechez de los mercados locales de capitales. En el caso colombiano, el sector financiero nacional es todavía muy pequeño y las transacciones en acciones son inferiores, comparadas con las de otros títulos. Así mismo, los bajos niveles de ahorro interno de las economías latinoamericanas unidos a un diferencial entre las tasas de interés reales domésticas y las internacionales, son los principales motivadores para la consecución de ahorro externo.

En Colombia la emisión de acciones para venta a través de ADRs ha sido

posible gracias a la expedición de la Ley 27 de 1990 en su capítulo IV (Anexo N° 1), que permite a las empresas emitir acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto, aunque debe ser claro que los ADRs pueden representar otros tipos de títulos, como lo veremos posteriormente.

Reconocemos que en el caso colombiano existe un amplio desconocimiento del tema de ADRs, la manifestación expresa de esta situación es la carencia de textos que orienten al público que pudiese estar interesado en su estudio, casi que se ha convertido en un tema exclusivo de cierto tipo de personas (jurídicas o naturales), especialmente relacionadas con el tema financiero. Por este motivo, el contenido de este documento define, en primera instancia, el marco teórico, el marco legal, la situación actual y las perspectivas para que luego identifiquemos las tendencias. Posteriormente, con respecto a la negociación de estos títulos presentamos unas conclusiones al igual que una sección dedicada a glosario para que los lectores que se estén introduciendo en el tema, comprendan los términos utilizados en las operaciones con dichos títulos.

Cuando mencionamos el término *compradores* nos referimos a los potenciales inversionistas financieros que adquirirán títulos ADRs. De igual forma, cuando aparezca *productores* nos referimos a las potenciales empresas emisoras de ADRs, interesadas en obtener nuevos recursos.

Finalmente, aunque las experiencias latinoamericanas en la consecución de ahorro externo a través de emisiones de ADRs son todavía limitadas, éstas en la gran mayoría de los casos han sido exitosas. Consideramos que en el futuro las estrategias de emisión internacional se irán incrementando y se convertirán en una fuente cotidiana de financia-

ción, tal como ocurre en los países desarrollados.

### 1. MARCO TEORICO

Los American Depositary Receipts (ADR's), o Recibos de Depósito Americano son títulos de depósito negociables, que representan una o más partes (DS's, depositary shares), que a su vez representan títulos subyacentes emitidos por un emisor no americano que han sido depositados en un banco custodio en el país de origen. Los ADRs fueron desarrollados en Estados Unidos en 1927 para facilitar la inversión norteamericana en acciones de compañías foráneas. Aun cuando los ADRs representan generalmente acciones, también pueden representar otro tipo de títulos como por ejemplo: acciones con dividendo preferencial, bonos, deuda pública, warrants, o acciones preferenciales.

En el concepto mencionamos dos puntos importantes: el DS y el ADR. Procedemos a explicar en qué consiste cada uno de ellos.

Los DSs, depósito de valores, son la representación de una parte activa de un emisor no americano, que al tener un valor muy bajo al compararse con los valores negociables en Estados Unidos, deben ser reunidos varios para alcanzar un valor comparable y es este título el que constituye dicho valor equivalente. De igual forma, si el valor es muy alto debe fraccionarse y ser expresado por un DS.

Un ADR equivale a uno o varios DS que como se anotaba anteriormente son representaciones de las partes activas de un emisor no americano, los ADRs son emitidos para inversionistas americanos y negociables en Estados Unidos de Norte América, de igual forma, para ser negociados en el resto del mundo son emitidos los Global Depositary Receipts (GDRs), los cuales son parcialmente analizados en este estudio, en

cuyo caso se denomina la emisión como una oferta global.

Un ADR representa entonces partes activas de un emisor no americano, que puede ser nacional de cualquier país distinto a los Estados Unidos. Este programa de ADR permite al emisor colocar su emisión en este país sin tener que ser nacional estadounidense, facilitando así la inversión extranjera en su compañía, sin causar impuestos por transferencias o por disposiciones cambiarias, ya que como se verá más adelante esta transferencia la efectúa un intermediario que se denomina agente de transferencia y que puede ser el banco custodio en el país de origen de la emisión, que recibe los dividendos o rendimientos en la moneda de su país y los transfiere en dólares a los Estados Unidos. De igual forma, reintegra los recursos monetarios de la colocación en la moneda del país de origen, tampoco se efectúan diligencias adicionales a las que una compañía americana estaría sometida para emitir un título cualquiera y ante los diferentes escenarios existentes para tal fin, Over The Counter (OTC), las bolsas, o a través de un broker dealer. En los años recientes nuevas aplicaciones han incluido el uso de ADR's en consolidaciones, adquisiciones y reestructuraciones de deudas empresariales y gubernamentales diferentes de Norteamérica.

Enunciemos algunos de los beneficios que obtendrían tanto los emisores como los inversionistas en ADRs:

#### Emisores

- \* Mejora la visibilidad del emisor en el mercado financiero de los EE.UU.
- \* Expande y diversifica la base de accionistas.
- \* El precio del ADR se fija a través de un ratio para que sea fácilmente comparable con otras compañías en el mercado internacional.

- \* El precio local de la acción puede aumentar como resultado de la mayor demanda y comercio global.
- \* El mayor mercado incrementa la liquidez de las acciones del emisor.

#### Inversionistas

- \* Brinda a inversionistas institucionales en los EE.UU, restringidos a tener sólo títulos domésticos, la posibilidad de diversificarse en títulos no americanos.
- \* Permite a inversionistas extranjeros convertir acciones ordinarias en ADRs denominados en dólares.
- \* Negociación acorde con las normas de compensación y liquidación americanas.
- \* Cotiza y paga sus dividendos en dólares.

Finalmente, existen varios estamentos para negociar los ADRs, es aquí donde se puede analizar los tipos de ADRs existentes que en alguna medida por su connotación precisan de un escenario diferente para su negociación. Las categorías de ADRs y los niveles de negociación son: Programas de ADRs no patrocinados, programas de ADRs patrocinados, niveles I, II y III y colocaciones privadas. Procedamos a analizar cada uno de estos programas:

#### 1.1. Programas de ADRs no patrocinados

Los ADRs no patrocinados, son emitidos por uno o más bancos depositarios respondiendo a la demanda del mercado pero sin un acuerdo formal con la compañía emisora del título subyacente localizada fuera de los Estados Unidos. Generalmente son creados en respuesta al interés de inversionistas, broker dealer, y el banco depositario. Más comúnmente el banco depositario es el principal originador de este tipo de programas de ADR en respuesta al in-

terés de inversionistas americanos en un título específico emitido por una compañía no americana.

De todas formas estos programas normalmente corren por cuenta de los inversionistas potenciales en ADRs, quienes pactan con un banco depositario la emisión de dichos recibos. El banco contrata en el país de origen un banco custodio y agente de transferencia, para que reciba los títulos emitidos por la compañía que realiza la emisión y reciba los rendimientos de los mismos, y posteriormente sean transferidos al banco depositario en Estados Unidos. Otro servicio adicional que puede contratarse es distribuir la información que sea generada para los tenedores de los títulos en custodia, el banco depositario no se encuentra obligado a nombrar representante de votación de los tenedores de ADRs. Debemos entender entonces, que para la emisión de ADRs no patrocinados, la compañía emisora del título subyacente no ejecuta el trámite de la emisión. Sin embargo, el banco depositario solicita una carta de no objeción para la emisión de ADRs por parte de la compañía emisora del título subyacente en depósito, pues el consentimiento no es un requisito indispensable. Además, la Securities and Exchange Commission (SEC) (Ver anexo N° 2), exige ciertos registros que involucran requerimientos de información los cuales en raras ocasiones pueden ser cumplidos en forma directa por el banco depositario, lo que en otras palabras quiere decir que el programa de ADRs se puede desarrollar sólo si el emisor de los títulos en depósito está dispuesto a suministrar dicha información.

En algunos casos, los honorarios asociados a la emisión de los ADRs pueden ser reducidos en el evento de que dos o más bancos depositarios emitan recibos en depósito sobre una misma clase de valores de igual emisor.

## 1.2 Programas de ADRs patrocinados

Los ADRs con respaldo son emitidos en los Estados Unidos de Norteamérica por un banco depositario a pedido de la compañía emisora de un título subyacente, localizada fuera de este país, a través de un contrato de servicio.

En este caso, la diferencia radica en que en la figura patrocinada de ADRs, los derechos y obligaciones del emisor no americano están formalmente establecidos en el acuerdo de depósito suscrito entre el emisor y el banco depositario. En adición, el emisor firma el formato F6 que es la declaración de registro de valores en los Estados Unidos de Norte América.

Otra diferencia es que el banco depositario se obliga para con los tenedores de ADRs a entregar la información que sea de su interés en forma oportuna y, éstos a su vez pueden ejercer el derecho de voto a través del banco depositario que debe nombrar un representante en el país del emisor, quien a su vez consulta las decisiones que debe tomar en dichas asambleas con el banco depositario.

El patrocinio no requiere de informes diferentes a los exigidos por la SEC para el registro, la última diferencia fundamental con los programas de ADRs no patrocinados es que los gastos de administración, honorarios, gastos relacionados con el accionista, gastos de correo, no son distribuidos por acuerdo entre el banco depositario y los tenedores de ADRs como ocurre en los no patrocinados. En este caso, el emisor asume todos los costos de la operación primaria, ya que las secundarias corren a cargo de los tenedores de los recibos, estas transacciones son por ejemplo cancelaciones de títulos, división de ADRs, endosos, etcétera.

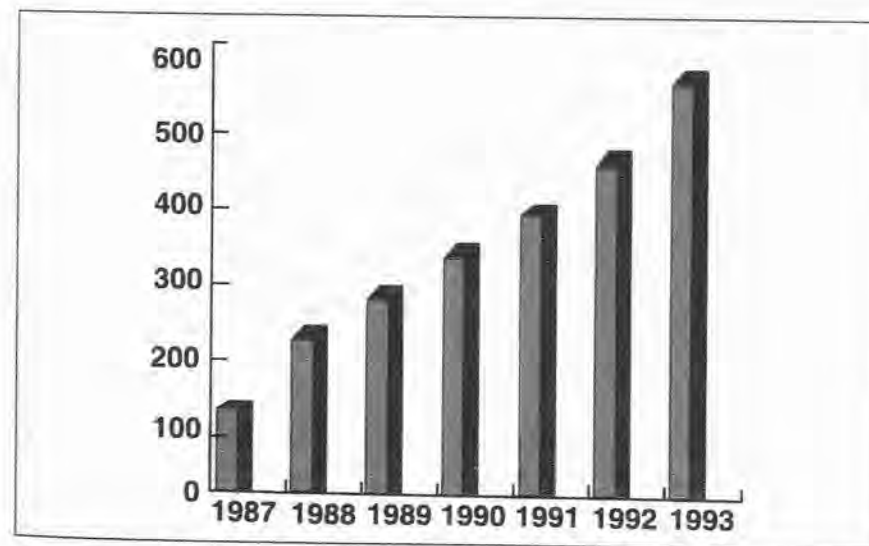
De acuerdo con los gráficos 1A y 1B, encontramos el total de programas patrocinados hasta 1993. Como vemos, el crecimiento ha sido bastante interesante en un promedio de un 31% por año. Hecho llamativo para señalar la demanda que tienen los ADRs, en el mercado de capitales. En dicho gráfico, vemos que el total de programas patrocinados para 1986 fue de 87 y fueron creciendo de manera paulatina hasta llegar a 584 programas en 1993. Finalmente, de acuerdo con la información obtenida,

aparecieron en el período mencionado 124 programas patrocinados, 14 no patrocinados se transformaron en patrocinados y se retiraron 35 porque se transformaron en acciones corporativas, generando como resultado final un total de 103 nuevos programas entre 1992 y 1993. Además, vemos cómo el país líder es Gran Bretaña con un 30.30%, luego Australia con el 16.30% de programas patrocinados y, de los países latinoamericanos aparece México con el 7.50%.

Gráfico 1A.  
Número de programas patrocinados de ADRs

1986	87
1987	149
1988	217
1989	276
1990	352
1991	418
1992	481
1993	584

Excluidos los programas de la regla 144A, la regulación S y otros programas privados. En 1993, 124 nuevos patrocinados surgieron, 14 no patrocinados se convirtieron en patrocinados y 35 patrocinados y no patrocinados desaparecieron por acciones corporativas.



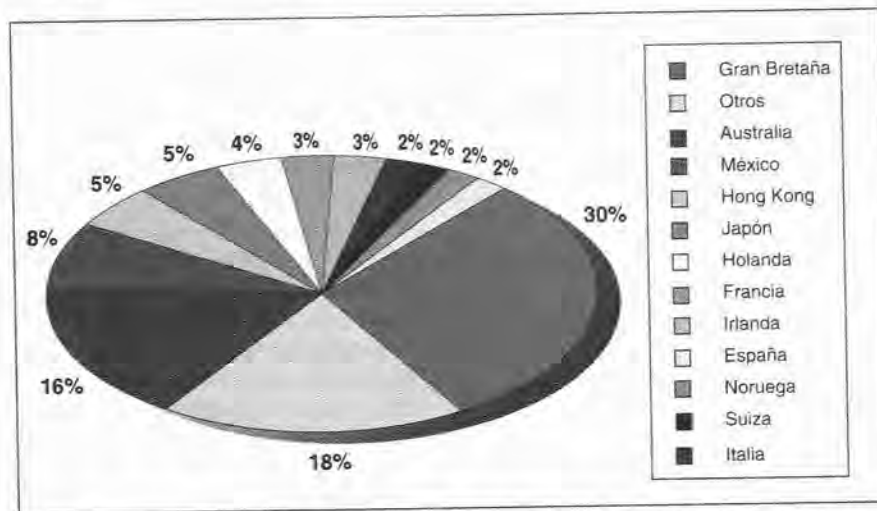
Fuente: The Bank of New York, Depositary Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.



Gráfico 1B. Porcentaje de programas de ADRs patrocinados por país.

País	Porcentaje
Gran Bretaña	30,30
Australia	16,30
México	7,50
Hong Kong	5,10
Japón	4,50
Holanda	3,90
Francia	3,30
Irlanda	2,60
España	2,40
Noruega	2,40
Suiza	2,10
Italia	1,90
Otros	17,70

Hasta diciembre 31 de 1993 habían 584 programas patrocinados de ADRs; en este reporte no se encuentran los de la regla 144A ni de regulación S (GDRs), ni otros programas privados.



Fuente: The Bank of New York Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

### 1.3 Nivel I (Patrocinados o no patrocinados)

Los de nivel I son los más sencillos, ya que implican menos requisitos y son transados en el mercado OTC. Son los de más rápido crecimiento y representan para las compañías entre un cinco y un quince por ciento del total de las acciones emitidas; entre ellos se encuentran empresas tan conocidas como: Nintendo, Roll-Royce, Banesto y Volks-

wagen. En este nivel los ADRs que se negocian pueden ser patrocinados o no patrocinados.

En este caso las acciones o cualquier otro título valor subyacente que ha sido negociado en el país de la compañía emisora a través del mercado secundario se deposita en un banco custodio, con el fin de emitir ADRs en Estados Unidos, por parte de un banco depositario, el cual tiene un contrato con el

custodio para que ejecute esa función y a la vez sirva como agente de transferencia. Esta negociación de ADRs es creada por los gestores del mercado OTC. Vale la pena advertir que no son vendidos como parte de una oferta pública, ni son inscritos en el registro de valores americano, de acuerdo con el acta de 1933, ni son listados en el New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX), o en el National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ); lo que en última instancia quiere decir que en este nivel la negociación es privada.

Debido a que esta clase de ADRs se transan en el mercado OTC, permite a los emisores transar sus títulos con un mínimo de requisitos. La ventaja para la compañía emisora está en el acceso a un gran grupo de inversionistas y en la disminución de los costos de transacción. Aunque no pueden listar los títulos en el mercado nacional; los inversionistas a los que llega este tipo de títulos son norteamericanos y extranjeros y el mercado típico es el OTC en la "hoja rosada" o en boletines especializados como el Bulletin Board Service. Dentro de este nivel, se encuentran empresas de todo el mundo: Tailandia, Australia, Inglaterra, Bermudas, España, Francia, Holanda, Israel, Singapur, Grecia, etcétera. Dentro de los países latinoamericanos están Venezuela y México.

Obsérvese que la negociación en el nivel I se hace entre el consumidor y el productor cuando el ADR es patrocinado en un ámbito privado. El productor utiliza sus propias herramientas de mercadeo con el propósito que clientes potenciales se informen acerca de las características del producto y finalmente los compradores oficializan la adquisición en las oficinas del *broker dealer* definidas por el productor. Sin embargo, los parámetros de decisión de com-

pra son establecidos cuando se realizan los contactos entre las partes.

Lo anterior esquematiza a un conjunto de compradores que establecen un precio por un número de productos según su propia intención de compra. Finalmente, el productor decide si ese precio le interesa o no. Si el emisor considera que el negocio es razonable adjudica o vende el producto a esos compradores ya establecidos y la compra se oficializa en una oficina asignada para ello.

De hecho, la figura anterior obedece a la existencia de una serie de inversionistas que luego de analizar las virtudes del producto deciden comprarlo o no según sus propios rangos de rentabilidad o interés en el negocio en particular.

En el nivel I, encontramos el gran inversionista que desea una participación razonable en una empresa o el inversionista potencial, que por sus propias características puede ser invitado a participar en lanzamientos de programas de ADRs y que en unión de otros inversionistas pueden determinar el éxito en el lanzamiento de un programa y en el establecimiento de un precio adecuado para el emisor.

Una persona natural o jurídica en Estados Unidos podría estar interesada en aumentar su participación o formar parte activa de una empresa en Colombia, ya sea dentro de una óptica de gran inversión, o ya sea que pretenda un crecimiento horizontal o vertical. Esta persona buscará información adecuada en revistas económicas especializadas que muestren los índices financieros de comportamiento de las empresas del sector que le interesa y así mismo, que muestren el entorno económico de las mismas. De otro lado, estas ediciones especializadas establecen cuáles son las empresas del sector con mayor crecimiento y mejores

tendencias. Los estados financieros de empresas representativas son publicados en revistas y periódicos especializados de amplia circulación. Caso en Colombia, las publicaciones de las bolsas de valores, revistas de interés en el mercado de capitales: *Dinero*, *Portafolio*, *Estrategia económica y financiera*, etcétera. Además, teniendo un panorama general, el inversionista consulta asesores que le indican qué empresas pueden estar interesadas en ofrecer productos financieros como parte del desarrollo de su gestión empresarial.

De otro lado, si existe un contacto personalizado entre el inversionista o comprador y el productor y fuera de ello existe un interés claro de parte y parte, es muy probable que los planteamientos vayan acompañados de una información veraz y actualizada que le permita al comprador la toma de una buena decisión de inversión.

Dentro de este mismo nivel se encuentra el inversionista que es cliente frecuente de otros programas de productos financieros y que en esa calidad es usualmente invitado a participar en lanzamientos de programas por el mismo emisor, quien informará en forma amplia la posición actual de la empresa y explicará las ventajas de adquirir el programa en cuestión. En este caso es muy frecuente encontrar en los "show room", folletos informativos y prospectos de lanzamiento y colocación de productos. Es normal, que aquellas personas que de alguna manera puedan influenciar en la decisión de compra (corredores de bolsa u otros) sean invitadas a estas presentaciones, toda vez que sus propios clientes podrían estar motivados y para ello requieren de una amplia información.

Esta puede ser una buena alternativa para las empresas que desean entrar al mercado para verificar su aceptación y de acuerdo con el resultado, pa-

sar a otro nivel más alto. Es importante tener en cuenta que si bien las exigencias son mínimas, se deben cumplir unos requisitos que pueden tomar algún tiempo. El registro ante la SEC debe hacerse llenando la forma F6 (Securities Act, de 1933), la 12G3-2(B) (Exchange Act de 1934).

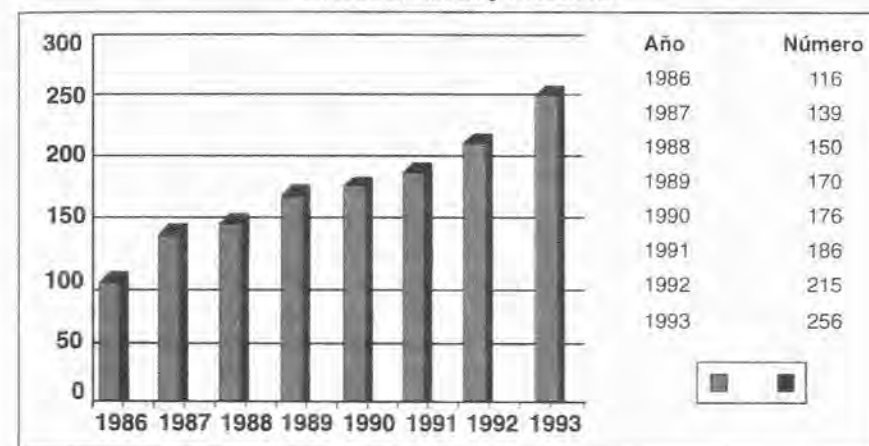
#### 1.4 Nivel II (Patrocinados)

Este nivel se diferencia del anterior porque los programas de ADRs son listados en entidades especializadas en la negociación de títulos valores como son: NYSE, AMEX, NASDAQ, pero no es registrado como oferta pública en el acta de 1933, continuando de esta forma como una oferta privada; sin embargo los ADRs emitidos a este nivel deben *necesariamente estar patrocinados*. Igualmente, en este caso los títulos valores subyacentes negociados en el mercado secundario del país de la compañía emisora se depositan en un banco custodio, con el fin de emitir ADRs en Estados Unidos por parte de un banco depositario, quien tiene un contrato con el custodio para que ejecute esa función y a la vez con un agente de transferencia que puede ser el mismo custodio. Adicionalmente, para poder transar los ADRs en Estados Unidos las compañías emisoras del país foráneo deben presentar un informe contable y financiero acorde con el Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), y con los requisitos solicitados por la plaza específica donde deseen transar los títulos. Algunas de las ventajas con que cuenta este nivel son la gran publicidad y liquidez, pero así mismo debe cumplir con todos los requisitos de la SEC y asumir los costos continuos de reporte. Dentro de este grupo se encuentran empresas de Australia, Inglaterra, Italia, España, Francia, Japón, Israel y Suecia.

La mayoría de empresas que listan sus títulos a través de esta alternativa, entran en primer lugar al mercado del nivel I y luego pasan al nivel II ó III. En 1993, el mercado de este tipo de títulos creció un 20% pasando de 215 a 256 programas, con un volumen en dólares alrededor de US\$201.000 millones. Las operaciones en este nivel se realizan por montos entre US\$200 y US\$700 millones. En los gráficos 2 y 3, nos encontramos con este comportamiento.

Además, de acuerdo con el gráfico 2, el nivel de crecimiento de los programas listados se representan en un porcentaje igual al 12% por año, desde 1986 cuando existían 116 programas y, en 1993 ya listaban 256 programas. Este es un crecimiento bastante interesante porque, como lo anotamos en los párrafos anteriores, es un nivel más ágil para aquellos que quieren llegar al mercado de capitales de los Estados Unidos.

Gráfico N° 2  
Número total de programas listados de ADRs  
en NYSE, AMEX y NASDAQ



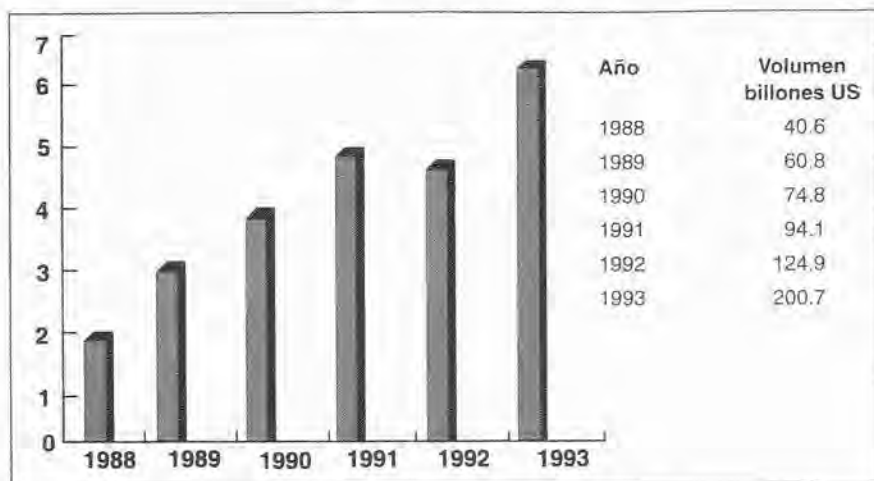
Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

En este nivel, la compañía emisora consigue un colocador que contacta sus propios clientes con el propósito de que él mismo haga conocer las virtudes del producto. Debido a que los clientes son del colocador, éste mismo se cerciora de la calidad del producto con el propósito de satisfacer adecuadamente a sus clientes. Al margen de lo anterior, es posible que el colocador utilice sus propios medios para informar a otros clientes potenciales que esa entidad está en disposición de proveer el producto que está recomendando.

Una vez los potenciales compradores hayan decidido la inversión acudirán al colocador para formalizar la consecución del producto, expresando la intención de compra en firme, la cual es cuantificada y comparada con la cantidad de ADRs a la venta; el precio se establece por punto de equilibrio, si éste le conviene al productor o emisor, se hace el negocio. Lo mismo ocurrirá con el comprador o inversor.



Gráfico N° 3.  
Volumen anual transado de recibos de depósito listados  
en billones de dólares



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Es importante tener claro que el colocador no es exclusivo para este producto, lo que significa que los ADRs de un emisor podrían formar parte de un portafolio de productos y que los esfuerzos de mercadeo del colocador son distribuidos en una gran vitrina.

### 1.5 Nivel III

En este nivel, los ADRs son colocados mediante oferta pública, la cual es listada y registrada debiendo cumplirse con todos los requisitos que existen para el nivel II y con los que se exigen para una oferta pública según el acta de 1933. En este caso, los ADRs son emitidos en representación de títulos valores subyacentes, que son negociados en el mercado primario del país de la compañía emisora, por ejemplo nuevas acciones. Estos títulos a su vez han sido depositados en un banco custodio, con el fin de emitir ADRs en Estados Unidos por parte de un banco depositario. En este mercado es donde se obtiene la máxi-

ma publicidad y liquidez, pero así mismo se debe cumplir con todos los requisitos de la SEC y con costos por el suministro continuo de información. El mercado para estos títulos está en el NASDAQ, AMEX y NYSE. Dentro de las compañías que han realizado sus transacciones por este tipo de mecanismo cabe destacar. Hong Kong Telecom, Repsol, Rhone Poulenc, Elf Aquitaine y la Compañía de Teléfonos de Chile. Las operaciones en este nivel se realizan por montos entre US\$500 y US\$1000 millones.

En este nivel no existe contacto personal entre los potenciales compradores y el productor. Los compradores toman la opción de adquirir el producto del emisor probablemente entre una gran variedad de alternativas. Pues, usualmente, no tienen una capacidad de análisis profunda debido a que este producto se encuentra en una vitrina, en donde existen multiplicidad de productos que generan competencia y probablemente

la decisión del inversionista sea el resultado del esfuerzo demostrado por el vendedor del minorista (Corredor de bolsa).

En este nivel, tanto el productor como el producto cumplen todo el proceso legal en el mercado americano ya que el producto utiliza todos los canales de distribución disponibles en el mercado, lo que significa una gran multiplicidad de compradores de poco volumen que deberán estar "protegidos" por los sistemas estatales implantados en los Estados Unidos.

En este nivel el comprador accederá a su corredor de bolsa, quien será el último eslabón de la cadena de distribución.

En este grupo encontramos el mayor número de compradores que usualmente son informados a través de sus comisionistas de bolsa, que a su vez obtienen la información ya sea por conocimiento del emisor o por las presentaciones del producto que mencionamos para el nivel I.

Como establecimos anteriormente, los productos ADRs que se transan a través del nivel III cumplen los requisitos de colocación a través de las bolsas de valores, y estas mismas entidades generan información que es de interés para potenciales compradores.

Los requisitos generales que se deben cumplir son: el registro ante la SEC es muy estricto y debe hacerse llenando la forma F-6 (Securities Act de 1933), y la forma 20-F y 6 K (Exchange Act de 1934).

### 1.6 Colocaciones privadas

En este caso los ADRs se colocan entre grandes inversionistas institucionales, Qualified Institutional Buyers (QIBs), mediante la utilización de la regla 144A del Securities Act de 1933, y las transacciones se llevan a cabo en el

Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages (PORTAL). Existen múltiples beneficios en la colocación de ADRs utilizando esta alternativa. Mencionaremos algunos:

1. Esta clase de inversiones atrae un gran número de QIBs, ya que muy pocos de ellos tienen experiencia en inversiones foráneas y adicionalmente, gracias a regulaciones de la SEC algunos no pueden invertir en títulos no denominados en dólares.
2. La colocación privada ofrece adicionalmente derechos de registro (Piggy Back Rights) en caso de que el emisor decida hacer una oferta pública o listar los títulos en un mercado nacional.
3. En estas colocaciones privadas se disminuyen los costos, ya que no es necesario utilizar un custodio global. Igualmente, al cabo de dos o tres años de restricción, se pueden transar los títulos sin necesidad de registrarlos ante la SEC y combinarlos con un programa con respaldo del nivel I (OTC).
4. Este es el mecanismo más expedito para cualquier compañía que desee cotizar sus títulos en el mercado norteamericano, ya que aun cuando debe cumplir con los requisitos de la SEC, puede colocar los títulos entre los QIBs vía underwriters internacionales, lo que permite la negociación más rápida que entre los inversionistas no calificados. Además, la colocación es más segura que en los otros mercados, gracias a la capacidad financiera de los inversionistas, que negocian grandes bloques de títulos.

Por tanto, ésta es una opción bastante interesante cuando haya condiciones suficientes para ser sometido el ADR a una colocación privada.

## 2. MARCO LEGAL DE LOS ADRs

Las leyes sobre títulos valores en los Estados Unidos fueron expedidas entre 1933 y 1940 y, gracias a ellas ninguna oferta pública de acciones puede hacerse en los Estados Unidos hasta que no se haya realizado la inscripción necesaria ante la SEC. Después de lo cual, ofertas verbales o a través de prospectos pueden hacerse; pero no pueden ejecutarse transacciones hasta que la SEC haya hecho efectivo el respectivo registro.

El propósito de este requisito es otorgar a los potenciales compradores, la información necesaria para evaluar los títulos ofrecidos. Entre las leyes que tienen mayor relevancia figuran: el "Securities Act. of 1933" y el "Exchange Act of 1934". Es muy importante dentro de estas leyes tener en cuenta los siguientes aspectos principales:

1. Bajo la ley de títulos valor (Securities Act. de 1933), los ADRs y los títulos valor en depósito son considerados títulos independientes, aunque en la práctica los ADRs sólo representan los títulos valores en depósito. La emisión pública de ADRs en los Estados Unidos o sea del nivel III, requiere el registro ante la SEC de los ADRs y de los títulos valor en depósito. En el caso de los niveles I y II, se registran y emiten ADRs bajo el Securities Act. de 1933, aunque en el caso que la compañía emisora del país foráneo no esté patrocinando la oferta, el registro ante la SEC se hará tan sólo por los ADRs, porque los títulos valores en depósito están exentos del registro mencionado para el caso de la oferta pública. Por ejemplo, cuando un inversionista compra un título valor en el mercado secundario del país de la compañía emisora y luego lo deposita en un banco custodio o depositario, este tipo de título está exento de registro. Sin

embargo, los ADRs emitidos con respaldo en el mencionado depósito deben ser registrados siempre y cuando no haya una exención adicional disponible. Finalmente, un emisor que ha registrado sus títulos debe hacer un reporte anual en la forma de la SEC, 20-F y 6-K; que es básicamente un informe financiero anual.

2. Bajo la ley de intercambio (Exchange Act de 1934), si los ADRs son negociados en los Estados Unidos en el mercado OTC en el nivel I, la compañía emisora del país foráneo puede pedir una exención del registro bajo el Exchange Act. utilizando la regla 12G3-2B. Sin embargo, una compañía emisora que haya registrado los títulos en depósito bajo el Securities Act de 1933 y haya listado los ADRs en una bolsa americana o en NASDAQ debe igualmente registrar dichos títulos en depósito bajo el Exchange Act y por consiguiente está obligado a presentar ante la SEC un reporte anual en la forma 20-F e informes periódicos en la forma 6-K.

Una vez cumplidos estos parámetros iniciales, el emisor pone a consideración de los compradores potenciales un prospecto de la emisión, que no contiene el precio de oferta y otros datos importantes como por ejemplo el nombre de los underwriters o la fecha de emisión; aun cuando puede hacerlo, si lo desea, en cuyo caso deberá registrarlo ante la SEC.

Reiterando lo que hemos manifestado en páginas anteriores, los ADRs son programas que representan emisiones realizadas en un país distinto a los Estados Unidos, luego estas emisiones estarán reglamentadas por las entidades competentes encargadas de vigilarlas en cada país. En el caso colombiano, la emisión de acciones con dividen-

do preferencial sin derecho de voto para oferta pública está regulada y vigilada por la Superintendencia de Valores. Una emisión hecha por una empresa puede ser dividida en su colocación en tres partes, así: una en Colombia, la segunda en Estados Unidos y la tercera en el resto del mundo; en el primer caso sería una colocación tradicional de títulos en el mercado local, en el segundo de ADRs, y en el tercer caso de GDRs.

De todas maneras, para emitir ADRs sobre los títulos en depósito se deben registrar en la forma F-6 ante la SEC, bajo el acta de registro de 1933, a menos que una excepción se presente. La SEC, organismo que adoptó la forma F-6, para el registro de los ADRs, exige tres requisitos que se deben cumplir en el siguiente orden:

- 1). Que el poseedor de los ADRs esté autorizado por el banco depositario, a que mediante la entrega del título ADR podrá cancelarlo o podrá ejercer el retiro de los valores en depósito evidenciados por los ADRs en cualquier momento, sujeto únicamente a determinadas restricciones.
- 2). Los títulos valores en depósito deben ser ofrecidos o vendidos en transacciones registradas bajo el Securities Act. de 1933 o en transacciones exentas de registro si son hechas en Estados Unidos y,
- 3). A la fecha de registro ante la SEC de la forma F-6 la compañía emisora de los títulos valores en depósito debe estar informando bajo el Exchange Act o en caso contrario haber obtenido una exención de reporte por utilización de la regla 12G3-2(B).

Otro es el caso cuando el emisor no americano comercia en el mercado OTC en el nivel I, en este caso el emisor puede solicitar que sea eximido del registro en el acta de 1933 y registrar los ADRs en el acta de 1934, no teniendo la nece-

sidad de inscribir ambos valores.

Los ADRs deben ser listados en la NYSE, AMEX o NASDAQ, para lograr ingresar a los mercados primario y secundario de la bolsa.

Un emisor puede determinar que sus ADRs del nivel I se transen en el mercado secundario bajo el nivel II que es listado, esto puede obedecer a un deseo de alcanzar un mercado más amplio de inversionistas, y promover más los ADRs, pretendiendo quizás llegar al nivel III que es la categoría en que se pueden transar como oferta pública.

Para ser listado en el NYSE y AMEX se requiere que el ADR sea patrocinado. El NASDAQ adicionalmente exige que estén registrados simultáneamente bajo las actas de 1933 y de 1934, o sea de oferta pública registrada. En el caso de NASDAQ, el emisor contrae la obligación de presentar algunos reportes periódicos a la SEC.

Para ser listado en el NYSE o en el AMEX, la compañía emisora puede calificar para estar bajo el listado doméstico estándar del NYSE o bajo el listado alterno estándar para emisores no americanos del NYSE, circunstancia que elige el emisor. El listado doméstico estándar permite el mercado de títulos emitidos por compañías tanto americanas como foráneas en los Estados Unidos y el listado alterno estándar permite la distribución de títulos emitidos por compañías extranjeras. Las compañías emisoras deben asumir los honorarios, que actualmente equivalen a un cargo básico inicial de US\$36.800, más US\$14.750 para cada uno de dos primeros millones de ADRs, más US\$7.400 por el tercero y cuarto millones, respectivamente, más US\$3.500 por millón a partir del quinto hasta los trescientos millones y más US\$1.900 por millón en exceso de los trescientos, de todas formas el cargo mínimo es de US\$100.000



e igualmente existen cargos anuales adicionales para poder mantenerse en los listados.

El listado doméstico estándar requiere que el emisor foráneo tenga al menos 2000 accionistas en los Estados Unidos quienes deben poseer 100 o más acciones del emisor o al menos 2200 accionistas en los Estados Unidos y un volumen promedio de transacciones en los Estados Unidos de al menos 100.000 acciones. Igualmente, el emisor debe tener al menos 1.100.000 acciones en circulación en los Estados Unidos, con un valor de mercado total en exceso de US\$18.000.000. Los activos netos del emisor deben ser iguales o mayores a los US\$18.000.000 y la utilidad antes de impuestos debe cumplir alguna de las siguientes condiciones: a) US\$2.500.000 para el año fiscal más reciente y US\$2.000.000 para los dos anteriores. b) Por lo menos igual a US\$6.500.000 en el acumulado de los tres años anteriores, habiéndose generado en todos estos años una utilidad y reflejando como mínimo US\$4.500.000 para el año más reciente.

Los ADRs negociados en el nivel II pueden publicarse en los listados alternos estándar, para poder entrar en esta modalidad en el NYSE o en el AMEX, además, el emisor cumple con los siguientes parámetros: tener como mínimo 5.000 accionistas a nivel mundial, quienes deben poseer por lo menos 100 o más acciones; tener al menos 2.500.000 acciones en circulación con un valor de mercado superior a US\$100.000.000, los activos netos con un valor igual o superior a US\$100.000.000, las utilidades acumuladas antes de impuestos ser de US\$100.000.000 para los tres años anteriores, con un mínimo de utilidades anuales antes de impuestos de US\$25.000.000 en cada uno de los tres años anteriores.

En Colombia, la Superintendencia de Valores modificó en diciembre de 1994, el régimen de oferta pública con el propósito de actualizar las condiciones de mercado y lograr una mayor profundización mediante la expedición de la **resolución 1447 del 29 de diciembre de 1994**. Con esta resolución, la sala general de la Superintendencia aprobó la asignación de precio a los títulos colombianos mediante el sistema "Pricing", que es la misma figura de colocación de ADRs en Estados Unidos. Con esta nueva legislación, el país empieza a colocarse a tono con las tendencias de los mercados internacionales, de tal forma que las compañías nacionales se familiaricen con este tipo de figura y pierdan el temor a aparecer en los escenarios del mundo.

Sin embargo, de acuerdo con el artículo publicado por la firma comisionista de bolsa, Corredores Asociados, en el periódico *El Tiempo*, de enero 23 de 1995, dicha resolución generó nuevos obstáculos debido a que estableció una serie de requisitos para las ofertas públicas simultáneas, tanto en el mercado internacional como en el local. La resolución estableció que solamente podrán ofrecer públicamente acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones, las sociedades emisoras que hayan obtenido un índice anual de alta bursatilidad durante el año anterior al de la oferta, sin embargo, las sociedades cuyas acciones se hayan inscrito en bolsa durante el último año anterior a la oferta, podrán efectuarla cuando se realice previamente una oferta en el mercado colombiano durante un plazo no inferior a tres meses.

Según el mencionado artículo, la resolución elimina para efectos prácticos la posibilidad de que compañías con niveles medianos de bursatilidad o nuevas empresas en el mercado emitan ADRs o GDRs. Esto sucede porque el

exigir que la acción cuente con altos niveles de bursatilidad en el año previo a su emisión, se convierte en una barrera para muchas empresas. De otra parte, si el emisor persiste en su propósito de salir al mercado se enfrenta a un problema relacionado con la fijación del precio base de oferta. Es muy probable que si el precio fijado es considerado "bajo", las acciones que deben ofrecerse durante un período de tres meses en Colombia, sean colocadas en su totalidad agotando las posibilidades de una emisión en el exterior. Si el precio es considerado "alto" y, como consecuencia, no se colocan internamente, ningún inversionista extranjero comprará aquello que en tres meses no se pudo vender en Colombia. Por lo tanto, será imposible para estas empresas acceder a los mercados internacionales.

### 3. MECANISMOS DE FINANCIACION CON ADR's

#### 3.1 Situación actual y perspectivas

Actualmente y desde hace ya algún tiempo, se viene presentando un boom de los títulos-valores extranjeros en los mercados de Estados Unidos; ya que la mayoría de los inversionistas norteamericanos espera diversificar el riesgo de sus portafolios mediante la inversión en títulos con altos rendimientos; según un estudio realizado por la Broadgate Consultants, Inc., el 84% de los inversionistas que contestaron a la encuesta esperan aumentar sus inversiones en estos títulos; mientras que el 15% manifestaron su deseo de mantener el mismo volumen de inversiones hasta ahora sostenido.

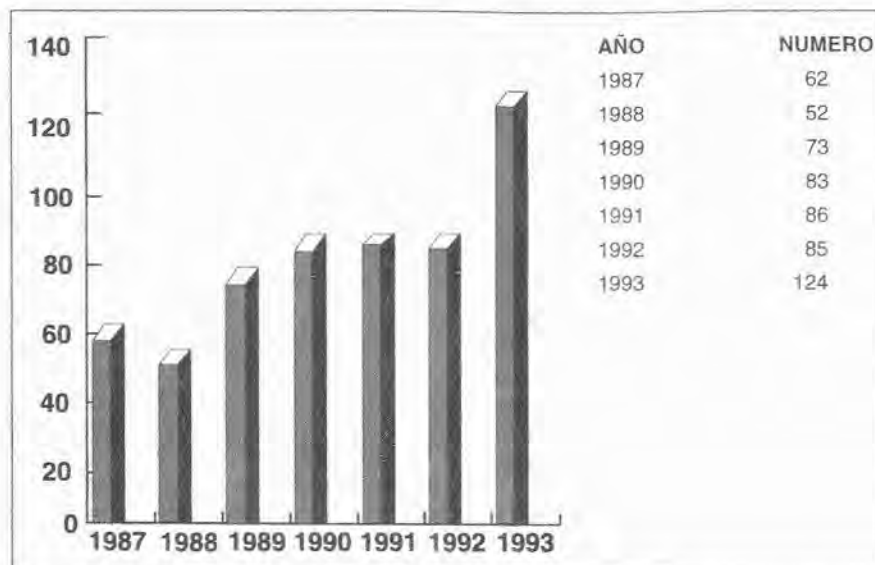
Teniendo en cuenta que estos inversionistas manejan más de tres mil millones de dólares, aun un pequeño cambio en los porcentajes de inversión, significa una gran variación en los mercados bursátiles extranjeros especialmente en los de los países emergentes.

En 1992, empresas no norteamericanas captaron recursos por cerca de US\$9.400 millones, es decir un 36% más que el año anterior vía ADRs y las Bolsas de Valores como NYSE, AMEX y en NASDAQ realizaron transacciones por cerca de US\$125.000 millones. México llevó a cabo once colocaciones, seguido por Inglaterra, con ocho y Australia con cuatro; y en muchas de ellas se logró captar hasta mil millones de dólares en cada transacción (Teléfonos de México y Wellcome PLC). En el mercado en general se colocaron cerca de 112 nuevas emisiones en más de 40 países. Aun cuando México es el país con mayor número de ADRs emitidos, fue Chile quien primero se aventuró al mercado norteamericano; y así como Chile otros países como Venezuela, Argentina, Brasil y ahora Colombia, están entrando a la competencia por la captación de recursos.

Según el reporte del mercado de recibos de depósito de 1993 (1993 Depositary Receipt Market Review); emitido por el Banco de Nueva York (The Bank of New York), niveles récord fueron alcanzados en el mercado de ADRs durante 1993 en volumen de recursos y programas de ADRs lanzados. Hubo 124 nuevos programas patrocinados de ADRs establecidos desde 28 países, obteniéndose un incremento del 32% en relación con los 85 programas de 1992. (Ver gráfico 4). El volumen de comercialización totalizó 6.3 billones de DS. Esto representó un 46.5% de incremento en el comercio de ADRs. Estos datos sólo representan el comercio de ADRs realizado en las Bolsas (NYSE, NASDAQ, AMEX), sin incluir el comercio en los mercados secundarios. (Ver gráfico 5). Compañías de Gran Bretaña, México y Holanda fueron las más activas durante 1993. Compañías de Suráfrica, Francia, Argentina, y Hong Kong también mostraron importante volumen de comercio.

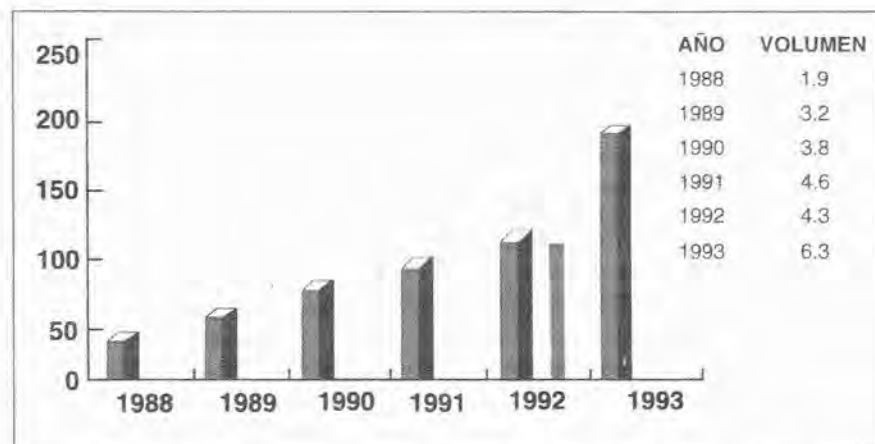


Gráfico 4  
Número total de nuevos programas patrocinados de ADRs establecidos en 1993



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review

Gráfico 5  
Volumen anual de valores transados de recibos de depósito listados en billones de valores



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Desde 1990, los ADRs se han incrementado en más de un 63%, mientras el crecimiento en dólares se ha duplicado. La continua ejecución de programas de ADRs ha demostrado que los grandes inversionistas prefieren la inversión a través de programas de ADRs cuando invierten en acciones de empresas extranjeras.

Durante 1993, compañías no americanas alcanzaron aproximadamente la cifra de US\$10 billones a través de casi 50 ofertas de ADRs en los mercados públicos americanos, contra US\$5.3 billones del año anterior. Cerca de la mitad de estos valores fueron alcanzados por compañías latinoamericanas, casi todas mexicanas y argentinas. Los valores restantes fueron alcanzados por compañías europeas. En junio de 1993, una de las mayores ofertas de ADRs fue lograda por el gobierno argentino en la privatización de YPF S.A. (compañía petrolera), alcanzando la cifra de US\$2.38 billones en forma de ADRs listados en el NYSE. Así mismo en 1993, se dieron 33 programas de ADRs bajo la regla 144A que alcanzaron una cifra superior a US\$2 billones. (Ver gráfico 6). De un capital total, bajo la regla 144A, aproximadamente el 40% fue alcanzado por compañías asiáticas, 30% por compañías latinoamericanas y otro 30% por compañías europeas.

De las regiones desarrolladas, Europa siguió siendo la región con más atractivo para los inversionistas, gracias a la Unión Europea; asimismo países como Canadá y Australia siguen manteniendo una gran parte del mercado; pero con niveles de crecimiento muy altos se encuentran los países emergentes, gracias al gran desempeño que han tenido sus mercados bursátiles en los últimos años.

Las condiciones económicas favorables que empezaron a darse a partir de 1991 en los países latinoamericanos convencieron a inversionistas interna-

cionales, que países como México, Brasil, Argentina, Chile, Venezuela y Colombia tenían buenas perspectivas y que sería muy bueno invertir en ellos.

La apertura económica, la privatización de las empresas estatales, el control en el gasto gubernamental, el comportamiento financiero de las empresas y la desregulación en cuanto a inversión extranjera y repatriación de capitales, influyeron de manera notable en el resurgimiento de los mercados de capital en la región.

Igualmente, el sistema financiero internacional ha visto cambiar radicalmente sus principales fuentes de ingresos; lo que hace algunos años era la mayor parte de entradas: los intereses de la deuda, ahora es sólo una pequeña parte de sus ingresos, ya que el negocio se encuentra en los servicios financieros.

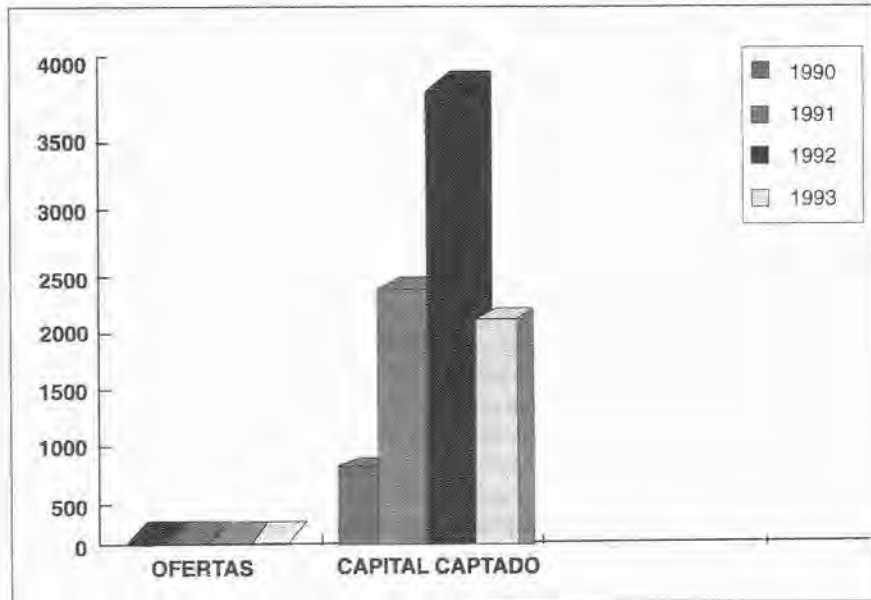
En el pasado, la preocupación por la inestabilidad política o el subdesarrollo de los países emergentes no permitió a los inversionistas norteamericanos tomar en serio la región como mercado para sus portafolios, ahora la ven como una buena oportunidad de inversión.

El mercado norteamericano ha mostrado el más rápido crecimiento, que según "Intersec Research" crecerá en un 25% durante los próximos años; es decir que para 1994 será de US\$225.000 millones, gracias al mal comportamiento del mercado accionario japonés, los problemas políticos de la ex-Unión Soviética y sus repercusiones en los mercados europeo y alemán. Es por estas razones que tanto para inversionistas como para empresas en busca de capital, los ADRs se han convertido en el vehículo de financiación más apropiado para llevar a cabo planes de desarrollo, privatizaciones, o dar a conocer su nombre internacionalmente.

Gráfico 6.  
Resumen de mercado de los recibos de depósito de la Regla 144A

Años	Ofertas	Capital captado
1990	19	839.6
1991	21	2299
1992	25	3829
1993	33	2140

En 1993 hubo 35 ofertas privadas de recibos de depósito, 33 de las cuales fueron bajo la Regla 144A.



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

En Latinoamérica, la primera compañía en emitir ADRs fue la Compañía de Teléfonos de Chile, que captó US\$93 millones en el NYSE, a mediados de 1990; a partir de esta fecha muchas empresas latinoamericanas han pasado por los mercados norteamericanos.

En Colombia, a partir de 1967 con el decreto 444, el mercado de capitales colombiano fue decayendo en especial gracias a "la cascada impositiva que

pesaba sobre las sociedades, la tarifa tributaria de las sociedades anónimas y la no deducibilidad de intereses y los impuestos sobre las ganancias ocasionales por valorización de acciones inscritas en bolsa".<sup>1</sup>

Hace apenas unos diez años, en la bolsa de Bogotá se transaban títulos de 193 compañías,<sup>2</sup> como consecuencia de los factores antes mencionados y las estrictas regulaciones del Estado; las

compañías, además de perder interés en el mercado bursátil, encontraron que el endeudamiento externo era mucho más barato, así que dejaron de cotizar sus acciones, hasta que quedaron apenas 83 compañías. Gracias a la apertura económica y a las medidas del gobierno tendientes a fomentar el mercado bursátil como fuente de recursos de bajo costo para las empresas, como por ejemplo las disposiciones tributarias y contables, el desarrollo de nuevas tecnologías apropiadas y de una cultura financiera más sofisticada y la entrada de nuevos agentes, el volumen de transacciones ha crecido aceleradamente.

Las grandes entidades financieras y empresas colombianas tienen puestos sus ojos en los mercados internacionales como una oportunidad de fortalecimiento de su capital accionario.

Es así como la emisión de acciones, bonos y euronotas por parte de instituciones privadas y oficiales ha sido creciente, al punto que durante los últimos doce meses ha habido un auge de emisiones, especialmente de entidades vinculadas con los grandes grupos financieros y empresariales del país.

La pauta de operaciones internacionales con títulos valores la dio en Colombia, la Corporación Financiera del Valle que durante 1993 se lanzó con una emisión de acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto por US\$54 millones, colocados a manera de ADRs y GDRs. Se logró hacer la colocación de seis millones de acciones, cuatro en los mercados internacionales y dos en el mercado local, cada acción se vendió a \$5.000 colombianos en el mercado local y a US\$13. Cada ADR estaba compuesto por dos acciones, en el mercado internacional. (Ver gráfico 7).

La colocación a través de ADRs fue por un valor de US\$27 millones. La Corporación Financiera del Valle contrató los

servicios de firmas especializadas como la International Finance Corporation, Merrill Lynch, Bear Stearns, Baring Brothers y como banco depositario el Citibank N.A.

Ante el éxito obtenido en su primera incursión en el mercado internacional, el Banco Ganadero decidió ir más allá y registró el pasado 27 de octubre de 1994, ante la SEC, entidad homóloga de la Superintendencia de Valores de Colombia, una oferta que asciende a 90 millones de ADRs, títulos representativos de 100 acciones ordinarias clase B, a un valor nominal de \$10.00 por acción, para ser negociados en la Bolsa de New York, con lo cual se convierte en la primera institución financiera colombiana en realizar esa clase de operación internacional.

De hecho, los resultados positivos de las entidades colombianas han sido reconocidos por la comunidad financiera internacional, dada la calificación de grado de inversión (Investment Grade) recientemente otorgado por la firma calificadora de riesgo Standard & Poors. Adicionalmente, el sector financiero colombiano mantuvo su status como el área más atractiva para los inversionistas extranjeros durante 1993.

Las negociaciones de títulos valores internacionales por parte de entidades financieras colombianas no sólo es exclusiva de Corfivalle y el Banco Ganadero. El Banco de Colombia también inició su incursión en los mercados externos con papeles como Euronotas y las mismas acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto en forma de ADR. La primera operación externa del Banco de Colombia se cumplió en 1993 cuando, actuando aún como entidad oficial, emitió un paquete de Euronotas.

En abril de 1994, Cementos Diamante, empresa del sector productivo que

(1) Carta Financiera, Octubre de 1992, página 36.

(2) International Finance Corporation "Emerging Stock Markets", Factbook 1992.



se convirtió en la primera de ese sector en utilizar esta estrategia de financiación, colocó una emisión por valor de US\$38 millones a través de ADRs y US\$19 millones a través de GDRs. Los asesores en la colocación de Cementos Diamante fueron Baring Brothers, Bear Stearns, Morgan Grenfell y el Banco depositario fue Citibank International.

En junio de 1994, Carulla, una tradicional cadena de supermercados en Colombia colocó ADRs y GDRs por un valor total de US\$26 millones. La compa-

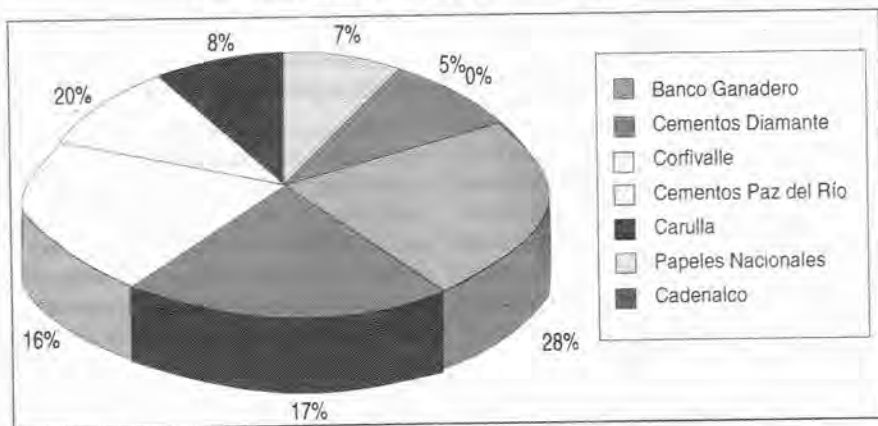
ña asesora Baring Brothers fue la encargada de la colocación para Carulla. En septiembre de 1994, Cementos Paz del Río colocó ADRs por valor total de US\$68 millones.

Finalmente, en diciembre de 1994, Cadenalco, otra tradicional cadena de supermercados, colocó una oferta de acciones por aproximadamente US\$14 millones, monto del cual el 65% se adjudicó en Europa y los Estados Unidos y Papeles Nacionales colocó US\$25 millones.

Gráfico 7

**Participación de empresas colombianas  
A diciembre 31 de 1994, en millones de dólares**

Empresas	Participación
Banco Ganadero	90
Carulla	26
Cementos Diamante	57
Corfivalle	54
Cadenalco	14
Cementos Paz del Río	68
Papeles Nacionales	25
Total Acumulado años 93-94	334



Sin embargo, las emisiones de acciones en los mercados internacionales tuvieron sus tropiezos; a finales del último trimestre de 1994, el Banco de Colombia, ya en manos privadas, y el Banco

Ganadero debieron aplazar las emisiones de ADRs por aproximadamente US\$150 millones y US\$200 millones, respectivamente. Se presentó una situación coyuntural debido al aumento de las

tasas de interés en los Estados Unidos que deprimió el mercado accionario y de paso obligó a dichas entidades financieras a posponer sus emisiones hasta cuando las condiciones del mercado mejoraran.

La operación sobre la cual existe gran interés la realizará el Holding conformado recientemente por el banquero Luis Carlos Sarmiento Angulo.

Los deseos de compañías colombianas por conseguir recursos frescos en el exterior no han parado. Distral e Icollantas dejaron listas sus emisiones para ser colocadas entre inversionistas internacionales al cerrar 1994. Por su parte, las entidades financieras pertenecientes a la organización Luis Carlos Sarmiento, así como el Banco Industrial Colombiano, manifestaron su intención de usar canales de capitalización mediante emisiones de acciones en el exterior, por lo que en 1995 podría aumentar el número de firmas colombianas que transan dichos papeles en los mercados internacionales.

**3.2. Tendencias**

Los ADRs como producto son relativamente muy nuevos. Desde hace sólo veinte años se ha empezado a hablar en el mercado norteamericano y hasta ahora han demostrado ser una gran alternativa de inversión extranjera de muchos países. El número de programas de ADR viene en ascenso cada año lo que significa que estamos en una etapa de crecimiento con una gran perspectiva hacia el futuro. El comportamiento de los programas de ADRs en los últimos años<sup>3</sup> puede verse en los gráficos 8A y 8B.

El año de 1993 no tuvo precedentes en el nivel de inversión americana, incluyendo los fondos mutuales. Latinoamérica y Asia han sido los primeros responsables de este interés. Este comportamiento ha ayudado a la demanda de muchos mercados mundiales. Durante 1994 se han visto movimientos de compras muy notorios debido a la continua tendencia a las privatizaciones, como también a los mercados emergentes, lo que ha significado la realización de un buen número de programas de ADRs.

Dentro de la amplitud del mercado mundial y dentro de los grandes volúmenes de inversión, sería casi que imposible la medición del número de compañías que podrían utilizar la herramienta de ADR para entrar en los mercados financieros, y, de hecho, que el número de competidores mundiales serán todos aquellos que cumplan con los parámetros que exigen las regulaciones norteamericanas, pues como hemos observado el producto que se trata de vender son empresas, pero de una manera parcial.

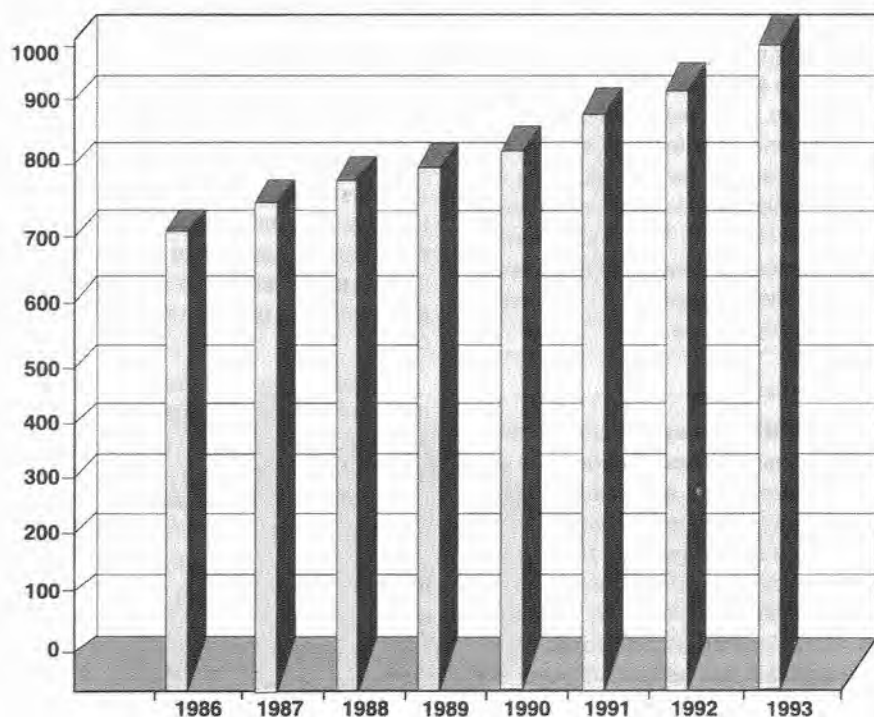
Sin embargo, el número de programas de ADR que se manejaron durante 1993 asciende a 996 en todo el mundo. Veamos a continuación la composición de la oferta de programas de ADRs<sup>4</sup>. El país líder lo constituye Gran Bretaña con el 21.1% del mercado, luego sigue Australia con el 17,5% y, entre los países latinos jalonadores del mercado se encuentra México con el 4.7%. Entonces, en el gráfico 8B, presentamos el comportamiento mundial y latinoamericano. Como vemos en el gráfico, México es el país líder con una oferta que representa el 61% y le siguen Argentina y Chile con el 11% cada uno.

(3) Fuente: The Bank of New York, 1993 Market Review.

(4) Fuente: The Bank of New York, 1993 Market Review.

Gráfico 8A.  
Número total de programas ADRs

Año	Nº
1986	700
1987	754
1988	782
1989	804
1990	836
1991	886
1992	924
1993	996



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

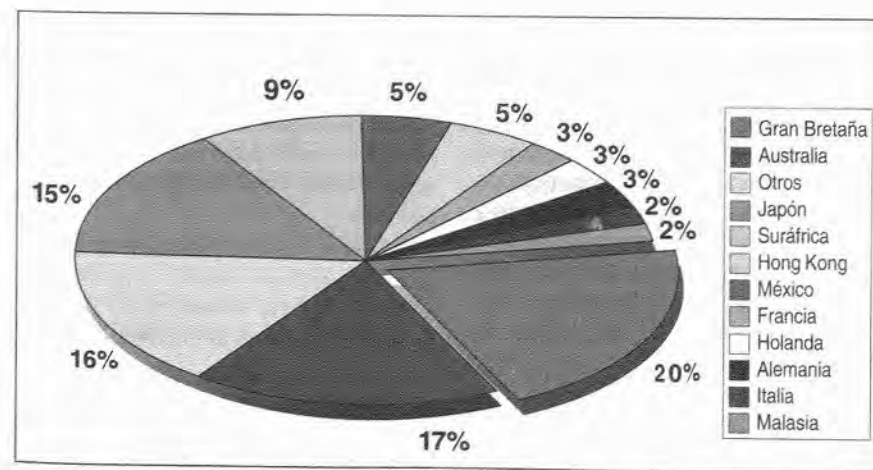
Gráfico 8B. Porcentaje del total de programas de ADR por país

País	Porcentaje
Gran Bretaña	21.1
Australia	17.5
Japón	14.8
Suráfrica	8.6
Hong Kong	5.1
México	4.7
Francia	2.7
Holanda	2.6
Alemania	2.5
Italia	2.4
Malasia	1.6
Otros	16.4

Hasta diciembre de 1993 existían 996 programas ADRs. Esta gráfica excluye ADRs de la regulación 144A, regulación S y otros programas de ADRs privados.

La composición de la oferta latinoamericana es como sigue:

México	61.0
Argentina	11.0
Chile	11.0
Brasil	8.0
Venezuela	8.0
Otros	1.0



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.



En lo referente a Colombia, si bien estamos participando en un mercado muy competido, es tan suficientemente amplio que cualquier movimiento es bien representativo en lo financiero, ya que esa gran masa monetaria la irán persiguiendo entidades empresariales. Una buena aproximación es la relación entre las negociaciones globales y las necesidades de una empresa de nuestra región. Observemos lo siguiente:

En 1993, compañías no americanas negociaron en mercados públicos (nivel III) la cifra de diez billones de dólares en tan sólo cincuenta programas. De otro lado, podríamos promediar que las emisiones de ADR que han hecho empresas colombianas en los mercados americanos pueden alcanzar un poco más allá a la cifra de 300 millones de dólares, de acuerdo con el gráfico presentado en páginas anteriores.

Si dentro del contexto mundial nuestras demandas son pequeñas, nos encontramos que las fortalezas del mercado son bien significativas para nosotros.

En el medio colombiano, el concepto de la producción de ADR es relativamente muy nuevo y lo podemos detectar por las muy contadas empresas que han colocado con relativo éxito el producto en el mercado americano. Sin embargo, hay que tener muy en cuenta que el producto como tal está compuesto de dos elementos: como son la empresa y el entorno en que se mueve. De otro lado, si debemos hablar de fortalezas de la producción hablaremos del producto como tal, pero siempre habrá que analizar las virtudes y ventajas que hayamos logrado en mercadear nuestro producto. Quizás podamos tener fortalezas en el diseño del producto pero debemos generar fortalezas en las estrategias y tácticas de mercadeo, y, eso lo dirá el tiempo que duremos en obtener experiencias propias y ajenas.

La conformación del producto como tal deberá llevar un proceso establecido en todos los casos ya sea por legislaciones locales o por legislaciones americanas. Sin embargo, dentro del diseño de los programas siempre se tendrán muy en cuenta los canales de distribución que tendrán que relacionarse con las categorías de los ADRs y con la experiencia de las oficinas especializadas, con las ventajas financieras del producto como tal, con las ventajas operativas de la empresa y finalmente con el entorno económico y social de las empresas.

Obsérvese que todas las variables mencionadas anteriormente son citadas en forma permanente por los competidores a la hora de informar a sus compradores.

En este tipo de producto las variables sociales, políticas y económicas tienen un valor altamente representativo, toda vez que son elementos que participan dentro de la conformación del producto. Los ADRs están compuestos básicamente por dos tipos de elementos: la situación empresarial y su propio entorno.

Los factores de decisión en la compra consisten en la rentabilidad generada por los aspectos financieros y operativos de la gestión empresarial, representados por índices que son analizados en forma consistente por los especialistas.

El entorno social, político y económico hace parte del análisis del producto, toda vez que los inversionistas buscan reducir sus riesgos al máximo.

Dentro del aspecto económico, los programas de ADR se han visto respaldados por la situación de estabilidad que se ha percibido a través de los últimos tiempos en el país, sin embargo no deja de haber cierta incertidumbre en los aspectos sociales y políticos, lo que a la

postre significa que la posición empresarial debe ser lo suficientemente llamativa para que los inversionistas tomen la opción de invertir en programas de ADR de empresas colombianas. Sí tiene validez entonces el porqué los programas de ADR lanzados en el mercado norteamericano se hayan conformado por acciones preferenciales que garantizan mayores dividendos que las acciones ordinarias y en el peor de los casos no podrán ser inferiores.

Los programas lanzados hasta ahora por empresas nacionales en el concierto internacional dejan una huella positiva. Los porcentajes de crecimiento del producto interno bruto para 1994 generan un buen síntoma de inversión; los tratados de libre comercio establecen rangos de seguridad y estabilidad; diferentes empresas latinoamericanas han logrado con éxito comercializar sus productos; los programas de ADR vienen en una línea ascendente, lo mismo que los programas de GDR. Todo lo anterior hace pensar que la tendencia para la comercialización de programas ADR por empresas colombianas tiene un positivo campo de acción al menos en el mediano plazo. Habrá que contar con que las variables incontrolables para las empresas sean benéficas en el futuro en pro de mejorar la participación en el mercado de los ADR y poder aumentar en forma sana la inversión extranjera en el país.

Sólo hasta hace dos años se han empezado a comercializar estos productos y en términos generales se puede decir que tenemos una experiencia incipiente.

Sabemos que existen entidades especializadas en el mercadeo de estos productos, pero el acceso a usar sus servicios dependerá del tipo de categoría de ADR y si el producto está respaldado o no. De otro lado, para poder acceder a la gran masa de compradores

se tiene que utilizar la oferta pública, lo que significará el cumplimiento de una gran cantidad de requisitos según el acta de 1933 y es por ello que las empresas colombianas, excepto las del Banco Gauderero y Banco Industrial Colombiano no han logrado utilizar el Nivel III de programas de ADR.

Las experiencias ajenas ayudarán mucho a empresas que pretendan intentar con este tipo de producto para saber cuáles serán las maneras más prácticas y rentables de comercialización y cuáles las entidades que deben participar en la conformación de los canales de distribución.

Podemos decir que la posibilidad de usar cualquier canal de distribución dependerá del nivel o la categoría en que se ha conformado el programa de ADR, sin embargo, en la medida que se cumpla con los requisitos legales para un programa de ADR, podemos decir que pueden utilizarse los canales viables para ello.

### 3.3 Estadísticas

En este aparte presentamos otro conjunto de gráficos que nos complementan el análisis anterior y, que a la hora de la verdad nos darán una mejor visión sobre el desarrollo del mercado de los ADRs en los distintos niveles, la influencia de los bancos depositarios, el papel de los países latinoamericanos y el comportamiento actual de Colombia y sus perspectivas. Estos elementos los comentamos a continuación:

A nivel mundial, los programas de ADRs mueven recursos importantes, tanto en ofertas privadas o de la regla 144A, como en el total del comercio de estos programas que en términos porcentuales del total transado por las bolsas totalizó en 1993 un 5.4% de un total de US\$3.690 billones de dólares (Gráfico 9), y que a su vez totalizó un capital captado de US\$9.538 billones de dóla-

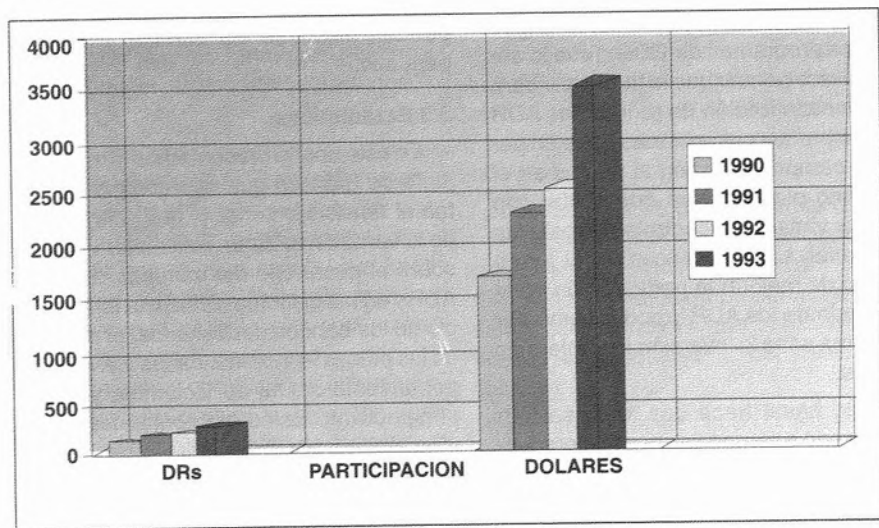
res (Gráfico 10), el crecimiento de estos programas es evidente pues en 1986 existían 700 y en 1993 eran 996, tendencia de crecimiento que se ha mantenido durante los últimos siete años. Aspecto analizado anteriormente en el gráfico 8A.

Debe tenerse en cuenta que en 1986 sólo 87 programas eran patrocinados y

que en la medida en que las empresas han ido asimilando las virtudes de los ADRs, han comenzado a patrocinar programas, es por esto que en 1993 ya no fueron 87 programas sino 584, alcanzando 6.71 veces de incremento en dicho tiempo. Esto lo podemos visualizar en el gráfico N° 1, presentado en páginas anteriores.

Gráfico 9  
Volumen del comercio de recibos de depósito del total de negociaciones de las Bolsas de Valores

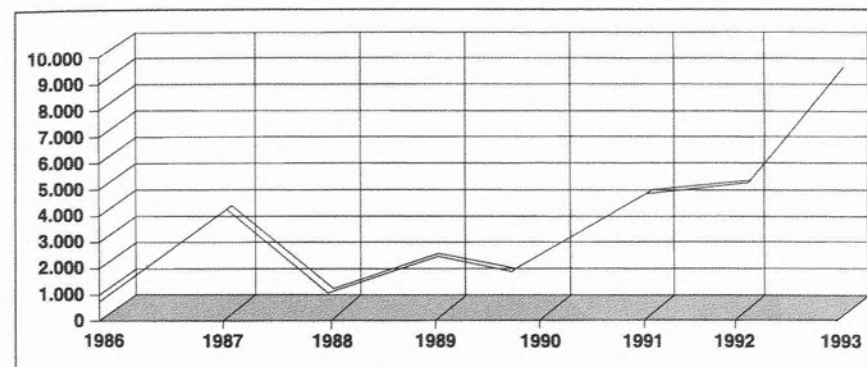
Año	En billones de dólares	Participación	En billones
	Drs		Dólares
1990	75	4.10%	1.826
1991	94	4.20%	2.268
1992	125	4.60%	2.698
1993	201	5.40%	3.690



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Gráfico 10. Capital captado con recibos de depósito

Año	Capital en billones de dólares
1986	696
1987	4.586
1988	1.276
1989	2.614
1990	1.742
1991	4.612
1992	5.258
1993	9.538



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

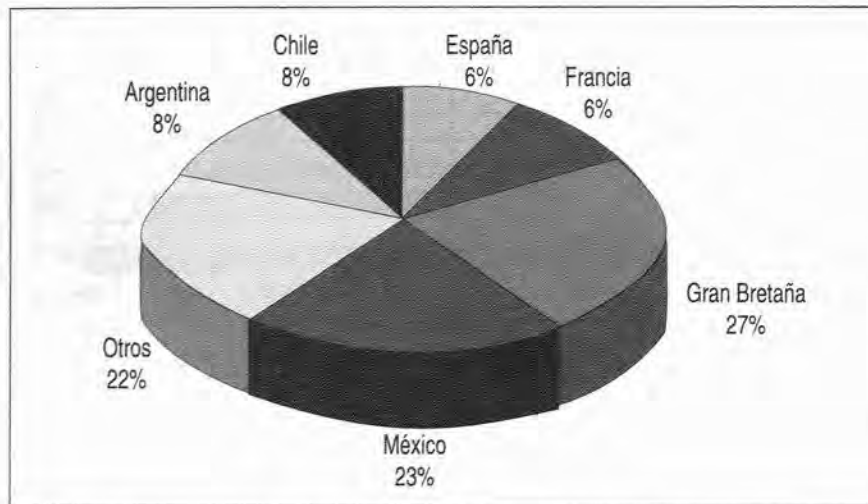
La categorización de países que han manejado programas de ADRs, la lidera Gran Bretaña, en la cantidad de programas y en programas patrocinados. A su vez, este liderazgo se ve reflejado en el volumen de dólares transados, el cual no necesariamente guarda proporción alguna con la cantidad de programas de ADRs lanzados (Gráfico 11), Igualmente, en ofertas públicas o sea ADRs del

nivel III, Gran Bretaña posee un 26.5%. En cambio, en las ofertas privadas o de la Regla 144A, Francia es líder con una participación del 21.2%, sobre el capital captado. De otra parte, en número de programas ocupa un cuarto lugar, en este caso Colombia ocupa el penúltimo lugar con 3.10% de participación, ubicándose entre Turquía y Noruega (Gráfico 12).



Gráfico 11  
**Porcentaje de ofertas públicas  
 de recibos de depósito por programas**

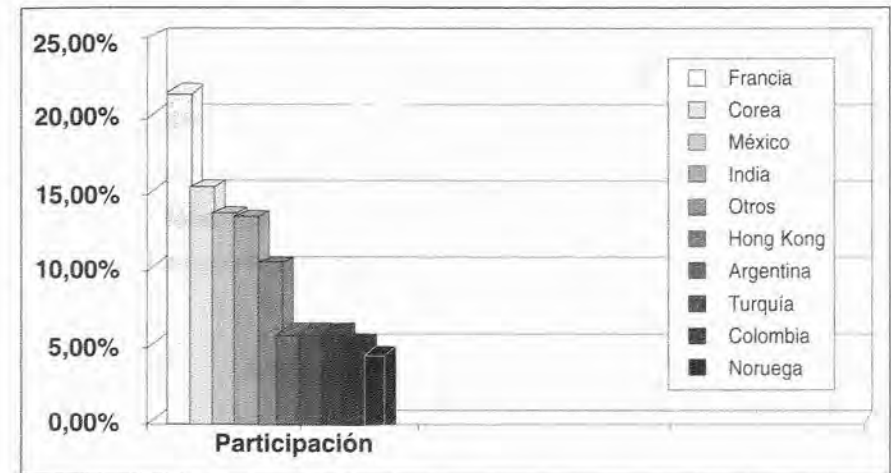
País	Participación %	Durante 1993, \$9.54 billones en capital fue captado a través de 49 ofertas públicas provenientes de 14 países.
Gran Bretaña	26,50	
México	22,50	
Otros	22,40	
Argentina	8,20	
Chile	8,20	
España	6,10	
Francia	6,10	



Fuente: The Bank of New York Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Gráfico 12  
**Participación de ofertas de programas de la Regla 144A**

País	Participación %
Francia	21,20
Corea	15,30
México	13,70
India	13,50
Hong Kong	5,80
Argentina	5,70
Turquía	5,60
Colombia	5,10
Noruega	4,30
Otros	9,80

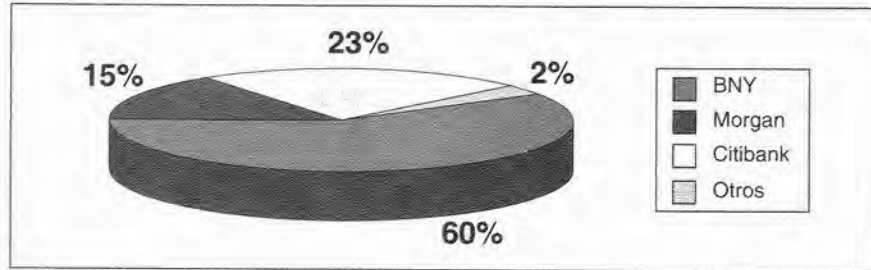


Ahora, como los bancos depositarios cumplen un papel fundamental en el mercado, miremos las estadísticas respecto a los principales bancos participantes. El banco depositario líder, es el Banco de Nueva York (BNY); en nuevos programas patrocinados ocupa el primer lugar con una participación del 60.5% (Gráfico 13), y en programas patrocinados un 53.8% (Gráfico 14), en la conversión de no patrocinados a patrocinados con un 78%, destacándose que en esta clasificación se analizan los tres bancos depositarios más importantes

(Morgan, Citibank, BNY). Esta conversión de programas no patrocinados a patrocinados es fruto de la gestión administrativa de las compañías en un deseo de establecer los programas de ADRs de manera definitiva (Gráfico 15). En programas listados por las bolsas también es líder el BNY, con un 57% de participación (Gráfico 16) y, si la anterior estadística se subdivide para determinar la parte correspondiente a los programas patrocinados, el BNY también es líder con una participación del 46.4% (Gráfico 17).

Gráfico 13  
Participación bancaria en nuevos programas patrocinados, establecidos en 1993

Banco	Participación %
BNY	60.50
Morgan	14.50
Citibank	22.60
Otros	2.40

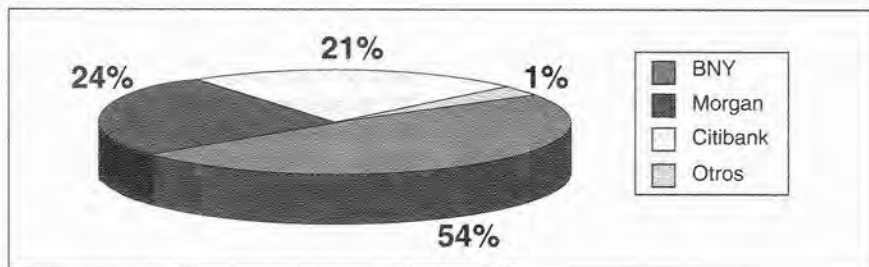


Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Gráfico 14  
Participación bancaria en programas patrocinados, establecidos en 1993

Hasta diciembre 31, 1993

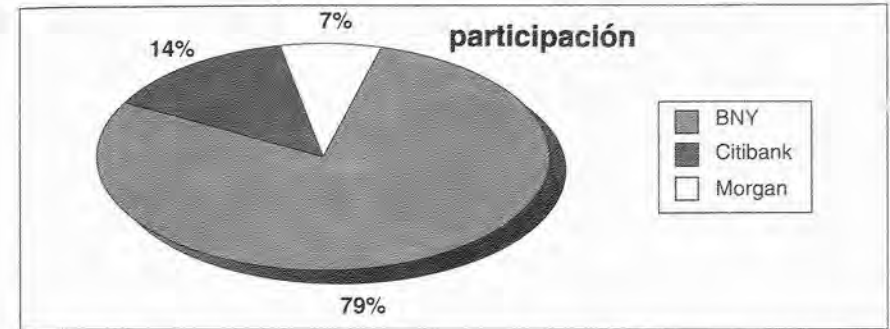
Banco	Participación %
BNY	53.80
Morgan	24.00
Citibank	20.90
Otros	1.30



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Gráfico 15  
Participación bancaria en la conversión de programas no patrocinados, a patrocinados

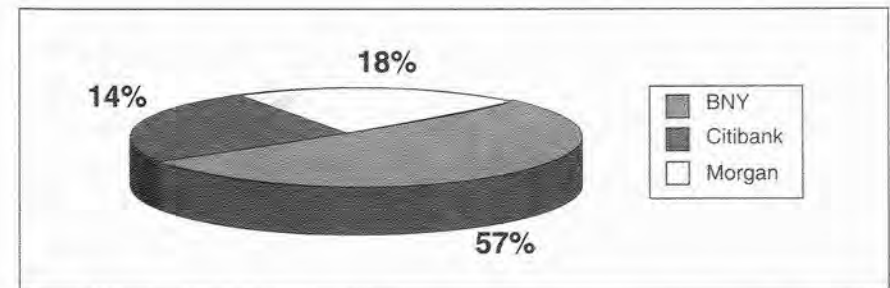
Banco	Participación %
BNY	78.60
Citibank	14.30
Morgan	7.10



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Gráfico 16  
Participación bancaria en programas listados en 1993, NYSE, NASDAQ, AMEX

Banco	Participación %
BNY	57.00
Citibank	25.00
Morgan	18.00



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Gráfico 17  
Participación bancaria en programas patrocinados listados

Banco	Participación %
BNY	46.40
Citibank	19.30
Morgan	33.30
Otros	1.00

Hasta diciembre de 1993, fueron listados 256 programas, de los cuales 222 fueron patrocinados.

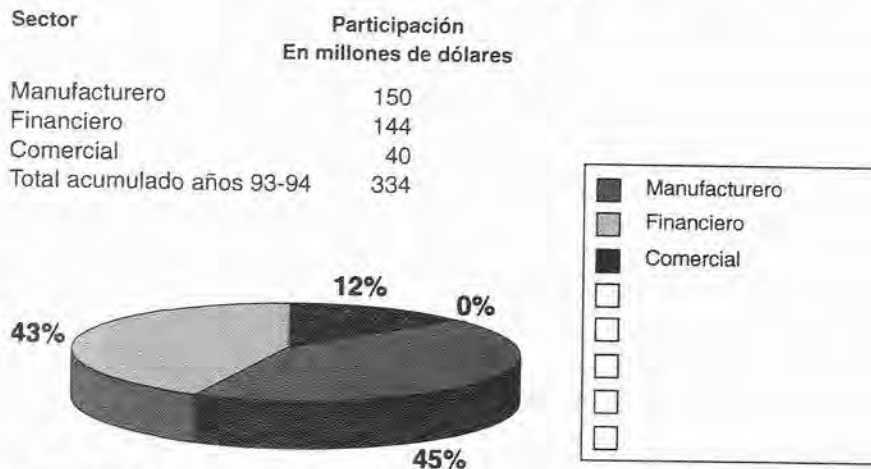


Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Ubicándonos en Colombia, no existe una tendencia definida en relación con preferencias de colocadores internacionales o mejores depositarios para las ofertas nacionales, esto por la cantidad

baja de programas. Lo que si constituye una tendencia clara es que el sector manufacturero es el líder en el lanzamiento de programas (Gráfico 18).

Gráfico 18. Participación por sectores en la oferta colombiana acumulada 1993-1994



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

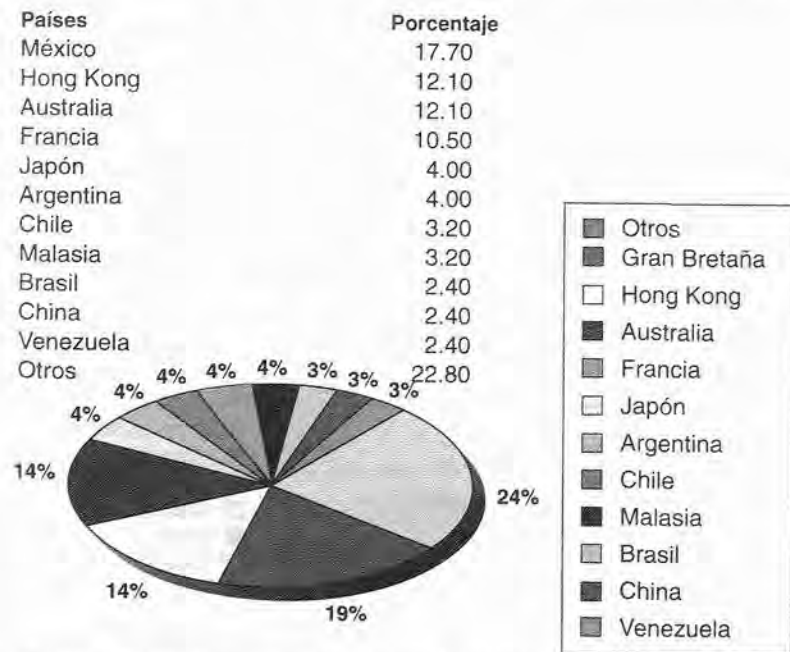
Los ADRs del sector manufacturero representan un 45% de las colocaciones de ADRs realizadas, seguido del sector financiero con un 38%. Esta tendencia parece que se cambiará, pues las colocaciones en proceso de estudio para 1995 están casi que totalmente relacionadas con instituciones del sector financiero. Como ya lo mencionamos, el Banco Industrial Colombiano incursionó y el Grupo de Luis Carlos Sarmiento estaba pensando hacerlo.

La aparente independencia o baja correlación existente de las bolsas colombianas con respecto a las del resto de Latinoamérica, podría ser facilitadora de un incremento en la participación colombiana en estos mercados, porque desde luego esto genera un factor de

confianza en el país e impulsa al inversionista americano a la compra de programas asociados a empresas colombianas.

Durante 1993, en la emisión de nuevos programas encontramos que el país líder lo constituye México con un 17.7%, siguiendo Hong Kong y Gran Bretaña, cada uno con el 12.1% y posteriormente Australia con un 10.5%. Pero es importante señalar cómo en el cuadro aparecen otros países latinos. Caso Argentina con el 4.0%, Chile con 3.2%, Brasil con 2.4% y Venezuela con el mismo porcentaje. Finalmente, de este cuadro se excluyen los programas según la Regla 144A donde se encuentra Colombia (Gráfica 19).

Gráfico 19  
Porcentaje de nuevos programas de ADRs establecidos por país



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

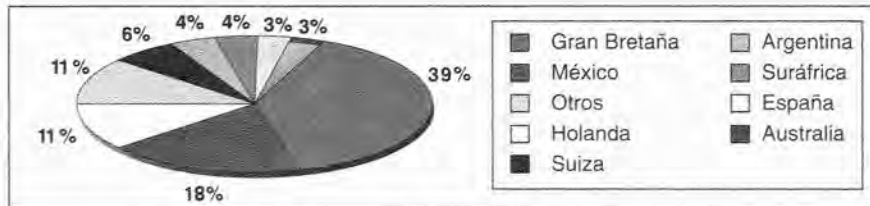


Pero en cuanto al volumen de transacciones tal como lo habíamos anotado anteriormente, Gran Bretaña sigue siendo el líder con un 40.30% y posteriormente aparece México con 18.20%. Aquí, de los demás países latinos sólo

aparece Argentina con un 4%. (Ver Gráfica 20). Combinando los recibos de depósito por ADRs y GDRs, continúa siendo líder Gran Bretaña con el 33.6% y en segundo lugar Holanda con el 22,7% (Ver gráfica 21).

Gráfico 20. Recibos de depósito transados por país

País	Participación	País	Participación
Gran Bretaña	40.30%	Suráfrica	3.70%
México	18.20%	España	3.50%
Holanda	10.60%	Australia	3.00%
Suiza	6.00%	Otros	10.70%
Argentina	4.00%		

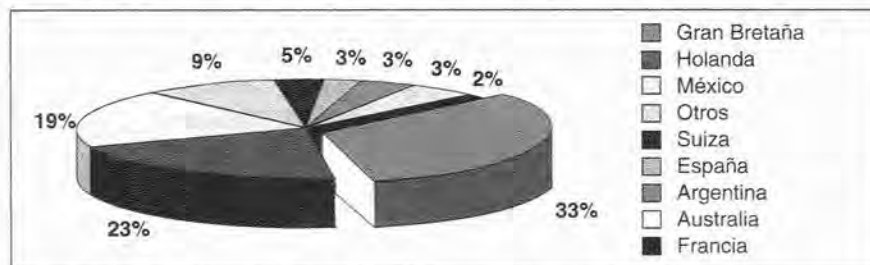


Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Gráfico 21. Volumen de dólares transados por concepto de recibos de depósito por país

País	Participación	País	Participación
Gran Bretaña	33,60%	España	3,20%
Holanda	22,70%	Argentina	3,10%
México	18,50%	Australia	2,90%
Suiza	5,30%	Francia	2,00%
		Otros	8,70%

Este dato de volumen es para recibos de depósitos (ADRs y GDRs) listados en "Exchanges" en 1994, está calculado sobre 256 de un total de 996 programas.



Fuente: The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

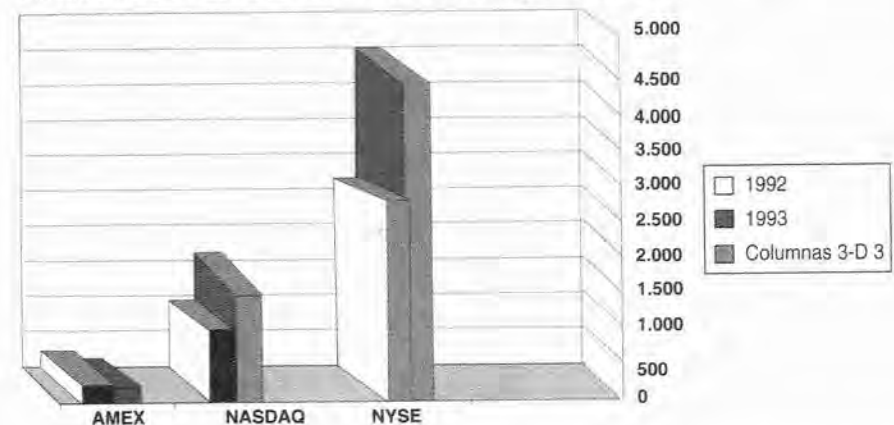
Como lo mencionamos en páginas anteriores, los ADRs pueden ser listados en el AMEX, NASDAQ o NYSE. El que un título llegue a ser listado tiene mucho más oportunidades de negociación en el mercado norteamericano. Además abre las puertas para que el país o las empresas colombianas puedan negociar más fácilmente en dicho mercado. Vemos cómo a 1992, existían 215 programas listados y 256 en 1993,

con un incremento bastante interesante del 19%. Además, el listado que promueve los mayores niveles de negociación es el NYSE, luego el NASDAQ y posteriormente el AMEX. Es así como el volumen de transacciones en el NYSE llegará a 4.503.3 millones de dólares; en el NASDAQ 1.647.1 millones de dólares y en el AMEX, 185.3 millones de dólares (Ver gráfica 22).

Gráfico 22. Volumen transado de recibos de depósito de valores por "exchange"

Año	AMEX	NASDAQ	NYSE
1992	264.4	920.2	3.099.6
1993	185.3	1.647.1	4.503.3

Datos en millones de títulos exclusivamente listados por las "Exchanges". En diciembre 31 de 1993 estaban listados 256 y en 1992 215.



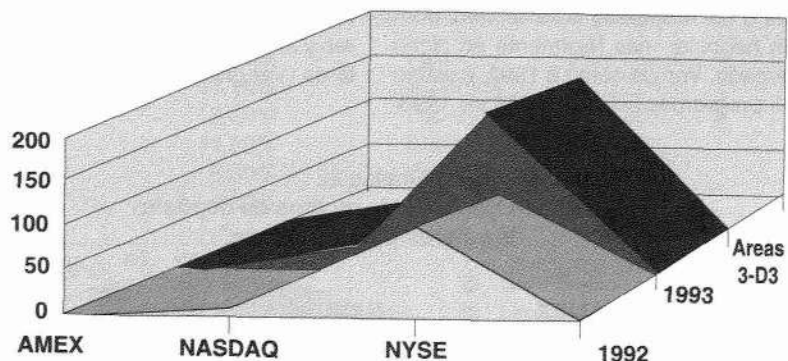
Fuente: The Bank of New York Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Corroborando la información anterior, en el gráfico N° 23, encontramos las negociaciones en billones de dólares por Bolsa. Vemos cómo la líder está constituida por la NYSE con 169.2 billones de

dólares y en segundo lugar, la AMEX con 29.3 billones de dólares. Finalmente, aparece una información complementaria en el gráfico 24.

Gráfico 23. Volumen de billones de dólares negociados en dólares por "exchange"

Año	AMEX	NASDAQ	NYSE
1992	2	12.4	110.4
1993	2.2	29.3	169.2

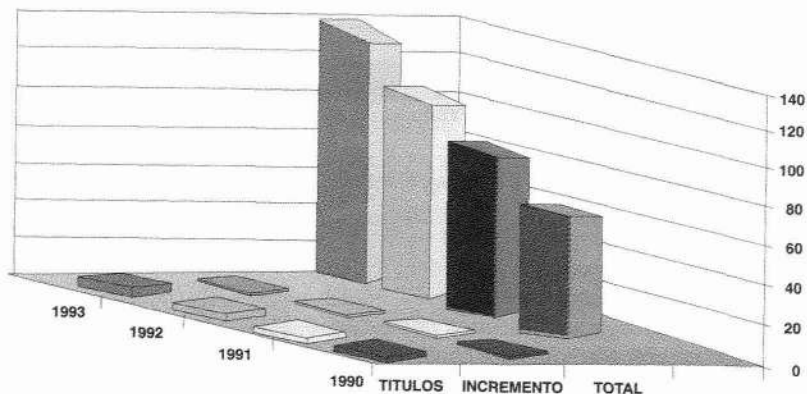


Fuente: The Bank of New York Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

Gráfico 24. Volumen de recibos de dólares negociados como porcentaje del número total de valores transados

Año	Títulos	Incremento	Total
1990	3.8	0.049	76.7
1991	4.6	0.051	90.3
1992	4.3	0.041	103.9
1993	6.3	0.046	138.1

La figura del volumen total para todos los valores transados se da en NYSE, AMEX y/o NASDAQ, todo en billones.



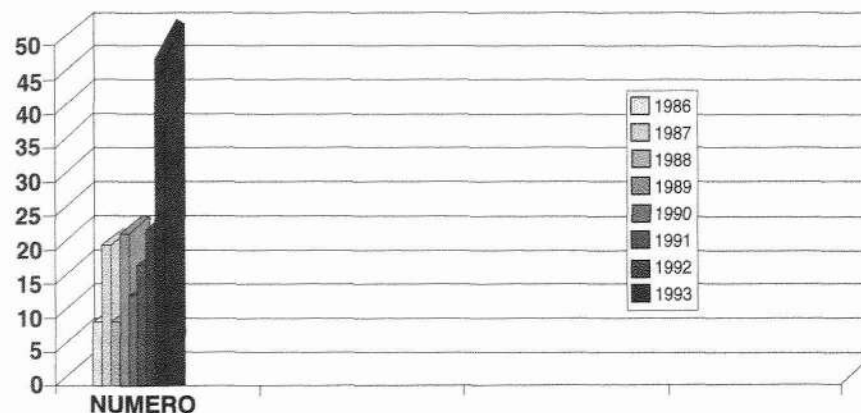
Fuente: The Bank of New York Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

En cuanto a las ofertas públicas de recibos de depósito, aunque han tenido un crecimiento aproximadamente al 30% por año, vemos que la oferta entre

1992 y 1993 creció un 113% algo bastante significativo, al pasar de 23 ofertas a 49. De acuerdo con el gráfico 25, encontramos este comportamiento.

Gráfico 25. Número de ofertas públicas de recibos de depósito

Año	Número
1986	8
1987	19
1988	8
1989	20
1990	11
1991	18
1992	23
1993	49



Fuente: The Bank of New York Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.

## CONCLUSION

Los beneficios de la emisión de ADRs son muchos, tanto para la compañía como para los inversionistas y se pueden resumir en el aumento del mercado de las acciones de una compañía a través de una mayor gama diversificada de inversionistas; lo que puede aumentar o estabilizar el precio de las acciones. Además, incrementan y mejoran la imagen de los productos de las compañías no sólo en el mercado local sino también fuera de él. Finalmente proveerá a la empresa de un mecanismo para au-

mentar su capital, a una baja tasa o costo.

Los inversionistas están tratando cada vez de diversificar sus inversiones para disminuir el riesgo de sus portafolios; pero problemas como tratos inseguros, mercados desconocidos, impuestos o políticas de inversión extranjera, desaniman las instituciones a invertir en los mercados foráneos. Por ello, los ADRs son el instrumento financiero que mejor se acomoda a las exigencias de estos inversionistas, porque son títulos negociables, son denominados y

pagan dividendos o intereses en dólares; no cuentan con los problemas que pueden tener los fondos mutuos o fondos de pensiones, en cuanto a poseer títulos fuera de los Estados Unidos y, finalmente, los ADRs poseen gran liquidez tanto en el mercado norteamericano como en el mercado de emisión original, ya que son intercambiables.

A través del estudio, hemos señalado las ventajas que generaban tanto para el emisor como para el inversor las transacciones por medio de ADRs. Además presentamos los diferentes tipos de ADRs con las características propias de cada uno. Así como para sustentar la validez de estos títulos presentamos un conjunto de estadísticas que apoyan la viabilidad de esta alternativa.

En conclusión, las operaciones ADRs se constituyen en una alternativa interesante para las empresas y para el gobierno colombiano, como un mecanismo de financiación importante. A su vez, generan recursos para promover el ahorro y poder continuar con el proceso de modernización de nuestra economía.

## ANEXO Nº 1

Ley 27 de 1990

### CAPITULO II

#### Del mercado público de valores

**Artículo 4º De la intermediación de valores no inscritos en bolsa.** Las sociedades comisionistas de bolsa, además de las actividades previstas en el artículo 2º del Decreto-Ley 1172 de 1980, podrán también desarrollar el contrato de comisión para la compra y venta de valores no inscritos en bolsa, siempre y cuando se trate de documentos inscritos en el Registro Nacional de Valores.

La Sala General de la Comisión Nacional de Valores determinará las condiciones conforme a las cuales deberán

realizarse las operaciones de que trata el presente artículo.

**Artículo 5º De la oferta pública de documentos emitidos por entidades financieras.** Los documentos de carácter serial o masivo que emitan las entidades financieras vigiladas por la Superintendencia Bancaria, en desarrollo de sus operaciones pasivas, se entenderán inscritos en el Registro Nacional de Valores para todos los efectos legales, y podrán ser objeto de oferta pública sin que se requiera autorización de la Comisión Nacional de Valores. No obstante lo anterior, la Comisión Nacional de Valores podrá suspender o cancelar la inscripción en los casos previstos por la ley.

Lo dispuesto en el presente artículo no se aplicará respecto de las acciones o bonos convertibles en acciones que emitan las entidades financieras. En consecuencia, la oferta pública de los mencionados documentos continuará sometida a las disposiciones generales que regulen la materia.

**Artículo 6º De ciertas sanciones pecuniarias que puede imponer la Comisión Nacional de Valores.** La Comisión Nacional de Valores, sin perjuicio de las facultades que le asignan las leyes vigentes, tendrá además las siguientes:

a) Imponer, a quienes desobedezcan sus decisiones o violen las normas legales que regulen el mercado de valores o las entidades sujetas a su inspección y vigilancia, multas sucesivas hasta por cinco millones de pesos, o hasta por un monto igual al valor de la operación realizada, si este último fuere superior a cinco millones de pesos. Para efectos de determinar la sanción se tendrá en cuenta la gravedad de la infracción y/o el beneficio pecuniario obtenido, y

b) Imponer multas hasta de cinco millones de pesos cada una, según la gra-

vedad de la infracción, a quienes directamente o a través de interpuestas personas realicen operaciones que no sean suficientemente representativas de la situación del mercado.

**Parágrafo.** Las sumas establecidas en el presente artículo se ajustarán anualmente en el mismo sentido y porcentaje en que varíe el índice de precios al consumidor que suministre el Departamento Nacional de Estadística-DANE.

**Artículo 7º. De la intermediación de valores y de la intervención administrativa de intermediarios de valores no inscritos en el Registro Nacional de Intermediarios.** La intermediación en el mercado público de valores, a través del contrato de comisión para la compra y venta de valores, solamente podrá ser desarrollada por las sociedades comisionistas de bolsa y por las sociedades comisionistas independientes de valores.

Las sociedades administradoras de inversión y las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria podrán realizar actividades de intermediación en el mercado público de valores, en la medida en que se las permita su régimen legal, y con arreglo a las disposiciones que expida la Sala General de la Comisión Nacional de Valores. La Comisión Nacional de Valores, por disposición de su Sala General, podrá ordenar la toma de posesión de los bienes y haberes de las personas naturales o jurídicas, que sin estar inscritas en el Registro Nacional de Intermediarios de Valores, realicen actividades de intermediación. Dicha toma de posesión tendrá por objeto la liquidación rápida y progresiva de las operaciones realizadas irregularmente.

Cuando se trate de personas jurídicas, la Sala General de la Comisión Nacional de Valores podrá también disponer su disolución y liquidación.

Para estos efectos, se aplicará el procedimiento de toma de posesión previsto en la Ley 45 de 1923 y demás disposiciones que la adicionen o reformen.

**Parágrafo.** La Sala General de la Comisión Nacional de Valores podrá establecer criterios de carácter general conforme a los cuales se establezca en qué eventos se tipifica una actividad de intermediación en el mercado de valores.

**Artículo 8º. De los comisionistas independientes de valores.** Son comisionistas independientes de valores las sociedades que habitualmente, y sin ser miembros de una bolsa de valores, se ocupan de la compra y venta de valores en nombre propio y por cuenta ajena.

Los comisionistas independientes de valores se sujetarán, en lo pertinente, al régimen jurídico de las sociedades comisionistas de bolsa y estarán sometidos a la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores en los mismos términos que las sociedades comisionistas de bolsa.

No obstante lo anterior, la Comisión Nacional de Valores podrá establecer reglas específicas para los comisionistas independientes distintas a aquellas que disponga para las sociedades comisionistas de bolsa.

En todos los casos en que una disposición legal se refiera a los corredores independientes de valores se entenderá que regula los comisionistas independientes de valores.

**Artículo 9º. Del objeto de las sociedades colectivas comisionistas de bolsa.** Las sociedades colectivas comisionistas de bolsa podrán desarrollar las actividades que el artículo 2º del Decreto Ley 1172 de 1980 autoriza a las sociedades comisionistas anónimas, en las mismas condiciones que éstas.

**Artículo 10. De la prohibición a ciertas personas de negociar valores**



**Inscritos.** Los representantes legales de una bolsa de valores no podrán negociar, directamente ni por interpuesta persona, valores inscritos en bolsa sino con previa autorización expresa del consejo directivo y por motivos ajenos a la especulación.

**Artículo 11. De los fondos de garantías.** Los fondos de garantías que se constituyan en las bolsas de valores, de acuerdo con la reglamentación que dicte la Comisión Nacional de Valores, y que adopten la forma de un contrato de fiducia mercantil, no estarán sujetos al límite de veinte años de duración previsto en el artículo 1230, numeral 3º del Código de Comercio.

**Artículo 12.** Las sociedades que hayan emitido bonos convertibles en acciones que deseen colocar acciones en reserva o bonos convertibles en acciones o pagar dividendos en acciones o bonos convertibles, deberán hacerlo sin perjuicio de los derechos de los tenedores.

Para tal efecto se considera que cualquiera de las anteriores operaciones causa perjuicio a los tenedores de bonos cuando por ella se reduzca el valor patrimonial de las acciones a que tendrían derecho los tenedores si pudiesen convertir sus bonos en dicho momento.

Con el fin de evitar el perjuicio a los tenedores de bonos, la junta directiva de la sociedad podrá ofrecer acciones o bonos a los tenedores en condiciones equivalentes a las de los accionistas, o reajustar la fórmula de conversión adoptada en el contrato de emisión. En este último caso se requerirá de la aprobación de la asamblea de accionistas y de la asamblea de tenedores con el voto afirmativo del ochenta por ciento de los tenedores que representen el monto insoluto del empréstito.

No será necesario aplicar los mecanismos previstos en el inciso anterior cuando el contrato de emisión, para proteger los intereses de los tenedores, prevea fórmulas de reajuste de la base de conversión; en las condiciones que fije la Sala General de la Comisión Nacional de Valores.

### CAPITULO III

#### De los depósitos de valores

**Artículo 13. De la creación de las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores.** Las sociedades que se constituyan, con autorización de la Comisión Nacional de Valores, para administrar un depósito centralizado de valores deberán tener objeto exclusivo y se sujetarán a lo dispuesto en la presente ley.

Facúltase al Gobierno Nacional para crear, en un término de un año, contado a partir de la promulgación de la presente ley, una sociedad que tendrá por objeto exclusivo la administración de un depósito centralizado de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, en cuyo capital podrán participar las entidades públicas emisoras de valores, las bolsas de valores y las demás personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores.

**Parágrafo.** El Banco de la República podrá administrar depósitos centralizados de valores. En este evento y sin perjuicio de las facultades que le otorga la Ley 32 de 1979<sup>1</sup> y demás normas complementarias, la Comisión Nacional de Valores sólo ejercerá inspección y vigilancia sobre la administración del depósito centralizado de valores.

**Artículo 14. De la inspección y vigilancia de las sociedades administradoras.** Sin perjuicio de las facultades que le otorga la Ley 32 de 1979 y de

más normas complementarias, la Comisión Nacional de Valores ejercerá la inspección y vigilancia sobre las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores para lo cual tendrá las mismas facultades que le otorga la ley en relación con las bolsas de valores y las sociedades comisionistas de bolsa.

**Artículo 15. De las funciones de las sociedades administradoras.** Las sociedades que administren depósitos centralizados de valores tendrán las siguientes funciones:

1. El depósito de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores que les sean entregados.
2. La administración de los valores que se les entreguen, a solicitud del depositante, en los términos de la presente ley.
3. La transferencia y la constitución de gravámenes de los valores depositados.
4. La compensación y liquidación de operaciones sobre valores depositados.
5. La teneduría de los libros de registro de títulos nominativos, a solicitud de las entidades emisoras.
6. Las demás que les autorice la Comisión Nacional de Valores que sean compatibles con las anteriores.

**Artículo 16. Del contrato de depósito de valores.** El depósito de que trata esta ley, se perfecciona por el endoso en administración y la entrega de los títulos.

En virtud de dicho endoso, las sociedades que administren un depósito centralizado de valores no adquieren la propiedad de los valores y se obligan a custodiarlos, a administrarlos, cuando el depositante lo solicite, y a registrar las enajenaciones y gravámenes que el depositante le comunique. Cuando se trate de títulos nominativos, el depósito

centralizado de valores deberá comunicar el depósito a la entidad emisora.

Las sociedades que administren un depósito centralizado de valores, podrán cumplir su obligación de restituir endosando y entregando títulos del mismo emisor, clase, especie, valor nominal y demás características financieras.

Tratándose de títulos nominativos se comunicará la restitución a la entidad emisora.

**Artículo 17. De las sociedades comisionistas que administren valores.** Las sociedades comisionistas, colectivas o anónimas, autorizadas por la Comisión Nacional de Valores para administrar valores de sus clientes, deberán entregar dichos valores a un depósito centralizado de valores.

**Artículo 18. De la administración de valores.** La administración por parte de un depósito centralizado de valores sólo tendrá por objeto el ejercicio de los derechos patrimoniales que se deriven de los valores, en consecuencia, la sociedad administradora no podrá representar al depositante en las asambleas de accionistas o de tenedores que se celebren.

Para que un depósito centralizado de valores pueda, de conformidad con el inciso anterior, ejercer los derechos incorporados en los valores depositados, bastará el certificado que al efecto expida el depósito.

**Artículo 19. De la obligación de información de los emisores de valores.** Los emisores de valores depositados en los términos de la presente ley, deberán remitir a los depósitos centralizados de valores las informaciones que determine la Comisión Nacional de Valores.

**Artículo 20. De la transferencia de los valores depositados.** La transferencia de los valores que se encuentren en un depósito centralizado de valores,

1. Por medio de la Ley 32/79 se creó la Comisión Nacional de Valores.

podrá hacerse por el simple registro en los libros del mismo, previa orden escrita del titular de dichos valores.

Cuando se trate de títulos nominativos, la transferencia se perfeccionará por la inscripción en el libro de registro de la entidad emisora, para lo cual el depósito centralizado de valores comunicará la operación a dicha entidad.

**Artículo 21. De la sustitución de los valores depositados.** Toda entidad emisora está obligada a sustituir los títulos depositados en la forma que le solicite el depósito centralizado de valores para el adecuado manejo de los mismos o para atender las solicitudes de retiro de dichos valores.

**Artículo 22. Del depósito de emisiones.** Las entidades emisoras podrán depositar la totalidad o parte de una emisión en un depósito centralizado de valores, entregando uno o varios títulos que representen la totalidad o parte de la emisión.

En este caso, la obligación de entregar los títulos emitidos a los suscriptores se cumplirá con la entrega de la constancia del depósito, en los términos que fije la Comisión Nacional de Valores.

**Artículo 23. De la prenda de los valores depositados.** El derecho real de prenda sobre los valores que se encuentren en el depósito centralizado de valores se constituirá por la inscripción, a solicitud del depositante, del contrato de prenda que deberá celebrarse, por escrito, entre el deudor y el acreedor prendario.

En este caso los valores depositados permanecerán en el depósito centralizado de valores hasta que se cancele el gravamen o judicialmente se ordene su venta, la cual realizará el depósito centralizado de valores.

Cuando el título se venda y no se haya cancelado el gravamen prendario, el depósito centralizado de valores

procederá a redimir el título y a poner a órdenes del acreedor o del juez, si ha sido embargado, el producto del mismo y sus rendimientos, cuando sea del caso, en una entidad facultada para recibir depósitos judiciales.

Cuando se trate de títulos nominativos, la prenda se perfeccionará por la inscripción en el libro de registro de la entidad emisora, para lo cual el depósito centralizado enviará la comunicación respectiva.

**Artículo 24. Del embargo de valores depositados.** El embargo de un valor depositado en un depósito centralizado de valores, se perfeccionará por la inscripción de dicha medida cautelar en los registros de esta entidad.

Si se trata de títulos nominativos, el depósito centralizado de valores deberá comunicar a la entidad emisora el embargo para que proceda a la anotación en el libro respectivo.

**Artículo 25. Del remate de valores depositados.** Cuando en un proceso se ordene el remate de un valor depositado en un depósito centralizado de valores, éste procederá a su venta y consignará su producto en una entidad facultada para recibir depósitos judiciales.

**Artículo 26. De los certificados que expida el sistema de depósito centralizado de valores.** A solicitud del depositante, el depósito centralizado de valores expedirá un certificado no negociable, en el cual se identificará claramente el título depositado. Dicho certificado legitimará a su titular para ejercer los derechos incorporados en el valor depositado que en el certificado se señalen, en los términos que fije la Comisión Nacional de Valores.

En el caso de valores nominativos se requerirá, además, que el titular de dicho certificado figure en el libro de registro de la sociedad emisora correspondiente.

Cuando se constituya un derecho de prenda sobre acciones y se confiera al acreedor prendario los derechos inherentes a la calidad de accionista, el contrato respectivo deberá inscribirse en el depósito centralizado de valores y el certificado que expida la sociedad, legitimará al acreedor para el ejercicio de los derechos correspondientes.

**Artículo 27. De la obligación de reserva.** Los depósitos centralizados de valores sólo podrán suministrar información sobre los depósitos y demás operaciones que realicen al depositante y a las autoridades públicas que lo soliciten en los casos previstos por la ley.

**Artículo 28. De la responsabilidad de los depositantes.** Los depositantes serán responsables de la identificación del último endosante, de la integridad y autenticidad de los valores depositados y de la validez de las operaciones que se realicen con dichos valores.

**Artículo 29. De la reposición de valores depositados.** En caso de pérdida, destrucción, extravío o hurto de los valores depositados, el depósito centralizado de valores podrá solicitar a la entidad emisora la reposición de los mismos otorgando caución competente, en los términos que fije la Comisión Nacional de Valores.

#### CAPITULO IV

##### De las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto

**Artículo 30. De las sociedades que pueden emitir estas acciones.** Podrán emitir acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto, en los términos de la presente ley, las sociedades anónimas que reúnan las siguientes condiciones:

1. Que estén sometidas a la inspección y vigilancia del Estado.
2. Que la emisión de dichas acciones esté prevista en los estatutos sociales.

3. Que sus acciones estén inscritas en una bolsa de valores. Dicha inscripción deberá mantenerse mientras existan acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto.

4. Que durante los dos ejercicios anuales inmediatamente anteriores a la emisión, haya obtenido utilidades distribuibles que le hubieren permitido pagar un dividendo por un valor superior o igual al mínimo fijado para las acciones que se pretenden emitir.

5. Que ninguna parte de su capital social esté representado en acciones de goce o industria, a que se refiere el artículo 380 del Código de Comercio, o en acciones privilegiadas, previstas en el artículo 381 del Código de Comercio.

**Artículo 31. Del valor nominal y del porcentaje del capital que pueden representar.** Las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto tendrán igual valor nominal que las acciones ordinarias y no podrán representar más del veinticinco por ciento del capital social.

**Artículo 32. De la obligatoriedad de inscribir estas acciones en una bolsa de valores.** Las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto deberán estar inscritas en una bolsa de valores.

**Artículo 33. Del dividendo de las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto.** Las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto tendrán derecho a que se les pague sobre los beneficios del ejercicio, una vez constituída la reserva legal, antes de crear o incrementar cualquier otra reserva el dividendo preferencial fijado en los estatutos sobre el precio de suscripción de la acción.

Una vez que haya sido decretado el dividendo a que hace referencia el inciso



anterior, se constituirán las reservas estatutarias y las ocasionales que disponga la asamblea de accionistas y se decretará a favor de los titulares de acciones ordinarias y de las acciones con dividendo preferencial, si fuere el caso, el dividendo correspondiente.

El dividendo que reciban los titulares de acciones ordinarias no podrá ser superior a aquel que se decreta a favor de las acciones con dividendo preferencial.

**Artículo 34. De la acumulación del dividendo mínimo no pagado.** Cuando el monto de las utilidades líquidas obtenidas en un ejercicio no fuere suficiente para pagar el dividendo preferencial, el saldo se deberá acumular al dividendo que corresponda hasta por los tres ejercicios anuales subsiguientes. Los estatutos sociales podrán disponer un período de acumulación mayor. Para este efecto, el saldo deberá pagarse con cargo al primer ejercicio anual subsiguiente en el cual existan utilidades suficientes.

**Artículo 35. Del pago preferente del dividendo preferencial que se deba al momento de disolver la sociedad emisora.** Las sumas que se deban por concepto del dividendo preferencial al momento de la disolución de la sociedad, se pagarán dentro del proceso de liquidación, una vez cancelado el pasivo externo y antes de efectuar cualquier reembolso de capital.

**Artículo 36. Del derecho de voto de las acciones con dividendo preferencial.** Las acciones con dividendo preferencial no conferirán a su titular el derecho de participar en las asambleas de accionistas y votar en ellas, salvo en los siguientes casos:

1. Cuando se trate de modificar el régimen dispuesto en los estatutos para dichas acciones. En este evento la modificación debe contar con el voto favorable del sesenta por

ciento de las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto.

2. Cuando se vaya a votar la disolución anticipada, la fusión, la transformación de la sociedad o el cambio de su objeto social.
3. Cuando el dividendo preferencial no haya sido pagado en su totalidad durante dos ejercicios anuales consecutivos. En este caso los tenedores de dichas acciones conservarán su derecho de voto hasta tanto le sean pagados la totalidad de los dividendos acumulados correspondientes.
4. Cuando la asamblea disponga el pago de dividendos en acciones liberadas. En este evento la decisión deberá ser aprobada por la mayoría prevista por el Código de Comercio, en la cual se incluirá el voto favorable correspondiente al ochenta por ciento de las acciones con dividendo preferencial.
5. Cuando se establezca por el órgano estatal que ejerza la inspección y vigilancia de la sociedad que los administradores han ocultado, por cualquier mecanismo, beneficios que hubieran aumentado las utilidades líquidas, distribuibles entre los socios.
6. Cuando se suspenda o cancele la inscripción de las acciones en la bolsa de valores o en el Registro Nacional de Valores. En este caso se conservará el derecho de voto hasta que desaparezcan las irregularidades que determinaron dicha cancelación o suspensión.
7. En los demás casos que se estipulen en los estatutos.

En estos casos las acciones con dividendo preferencial confieren el derecho de voto en las mismas condiciones que las acciones ordinarias.

**Artículo 37. Del reembolso preferencial de los aportes realizados**

**por los titulares de acciones con dividendo preferencial.** Decretada la disolución de la sociedad y una vez pagado el pasivo externo, incluidos los bonos convertibles en acciones, los titulares de acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto, tendrán derecho a obtener el reembolso de sus aportes con preferencia a los titulares de acciones ordinarias.

Cuando las acciones con dividendo preferencial hayan sido suscritas con una prima por colocación de acciones, el reembolso preferencial incluirá dicha prima.

Realizado el reembolso de los aportes a todos los accionistas, el remanente se distribuirá entre todos aquellos, a prorrata de sus aportes.

**Artículo 38. De la reducción del capital social.** Cuando la asamblea de accionistas disponga la reducción del capital social, ésta se aplicará solamente a las acciones ordinarias, en consecuencia, si se ordena la reducción del valor nominal de la acción, deberán entregarse nuevas acciones a los titulares de aquellas con dividendo preferencial y sin derecho de voto para que mantengan el valor nominal de su participación.

Si, en razón de la reducción del capital social, las acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto representan más del veinticinco por ciento del capital social, deberá procederse a la disolución y liquidación de la sociedad.

No obstante lo anterior, los titulares de las acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto podrán aceptar, mediante el voto del setenta por ciento de dichas acciones, la reducción del capital social. En este caso, los titulares de estas acciones que hubieren votado negativamente la reducción del capital social o no hubieren concurrido a la asamblea, tendrán derecho a solicitar reembolso de su participación, den-

tro de los quince días hábiles siguientes al aviso que les dé el representante legal de la sociedad, por los medios previstos para la convocatoria de la asamblea ordinaria de accionistas.

Si, como consecuencia de dichas solicitudes de reembolso, no se cumplieren las condiciones previstas por el artículo 145 del Código de Comercio, no se hará el reembolso y se procederá a disolver y liquidar la sociedad.

**Artículo 39. De la conversión de acciones con dividendo preferencial.** Las acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto podrán convertirse en acciones ordinarias. La reforma estatutaria correspondiente será adoptada con el cumplimiento de las formalidades prescritas por la ley y los estatutos y con el voto favorable del setenta por ciento de las acciones en que se encuentre dividido el capital social, incluyendo en dicho porcentaje y en la misma proporción el voto favorable de las acciones con dividendo preferencial.

Los titulares de acciones con dividendo preferencial que no hubieren concurrido a la asamblea o hubieren votado negativamente la conversión, podrán solicitar el reembolso de su aporte dentro de los quince días hábiles siguientes a la fecha del aviso que les dé el representante legal de la sociedad, por los mismos medios previstos en los estatutos para convocar la asamblea ordinaria de accionistas.

**Artículo 40. Del valor del reembolso del aporte.** El accionista que solicite el reembolso de sus aportes en los casos previstos en esta ley, tendrá derecho a que se le entregue a tal título y dentro del término que fije la Comisión Nacional de Valores, el valor patrimonial de su acción de acuerdo con el balance que será aprobado por la asamblea, en la misma reunión en que se decreta la conversión en acciones ordinarias o la disminución del capital social. Dicho



balance debe ser previamente autorizada por la entidad que ejerza la función de inspección y vigilancia sobre la sociedad.

Si dicho valor patrimonial es inferior al nominal más la prima por colocación que se pagó al momento de suscribir la acción, el accionista tendrá derecho a que se le pague esta última suma, siempre que la misma no sea superior al valor patrimonial de las acciones con dividendo preferencial que resulte luego de imputar al capital representado por acciones ordinarias el pasivo externo en la forma y dentro de los límites que determine el gobierno nacional.

**Artículo 41. Del derecho de preferencia en la colocación de acciones.** El derecho de preferencia previsto por el artículo 388 del Código de Comercio respecto de las acciones ordinarias corresponderá a los tenedores de dichas acciones y respecto de las acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto, corresponderá a los titulares de estas últimas. No obstante lo anterior, el reglamento de colocación podrá conferir a los tenedores de acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto, preferencia para suscribir acciones ordinarias en igualdad de condiciones a los otros accionistas.

Cuando una sociedad emita por primera vez acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto, deberá colocarlas por oferta pública en las condiciones que determine la Sala General de la Comisión Nacional de Valores.

**Artículo 42. De la emisión de acciones con dividendo preferencial por sociedades que hayan emitido bonos convertibles en acciones.** Cuando una sociedad que haya emitido bonos convertibles en acciones, emita acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto, deberá ofrecer a los tenedores

de dichos bonos la facultad de convertirlos en esta clase de acciones, en las mismas condiciones económicas en que ofrezcan dichas acciones a terceros.

**Artículo 43. De la asamblea de tenedores de acciones con dividendo preferencial y de su representante.** Los tenedores de acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto podrán reunirse en asamblea para deliberar y decidir sobre asuntos de interés común. Salvo los casos previstos en la ley, dicha asamblea no podrá tomar decisiones obligatorias para la sociedad pero podrá designar un representante.

**Artículo 44. De la convocatoria de la asamblea de tenedores de acciones con dividendo preferencial.** La asamblea de tenedores de acciones sin derecho de voto será convocada por las personas facultadas para convocar la asamblea extraordinaria de accionistas y por el representante de los accionistas con dividendo preferencial sin derecho de voto. Estas personas deberán convocar dicha asamblea cuando se lo solicite un número plural de accionistas que representen por lo menos el veinte por ciento de las acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto en circulación.

En todos los demás aspectos se aplicará, en lo pertinente, las normas de la asamblea de accionistas.

**Artículo 45. De la inscripción del nombramiento del representante de los titulares de acciones con dividendo preferencial y de sus facultades.** El nombramiento del representante de los accionistas con dividendo preferencial sin derecho de voto deberá inscribirse en la Cámara de Comercio del domicilio principal de la sociedad.

El representante de los accionistas sin derecho de voto podrá concurrir a las asambleas generales de accionistas con voz pero sin derecho de voto. Dicho representante podrá, siguiendo las

instrucciones de la asamblea de accionistas sin derecho de voto; ejercer, en nombre y representación de la sociedad, las acciones previstas por el artículo 200 del Código de Comercio contra los administradores y revisores fiscales de la sociedad.

**Artículo 46. De los otros derechos de los titulares de acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto.** Salvo lo dispuesto en esta ley las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto conferirán a sus titulares los mismos derechos que las acciones ordinarias.

**Artículo 47. Del contenido de los títulos.** Además de los requisitos previstos en el artículo 401 del Código de Comercio, los títulos de las acciones con dividendo preferencial sin derecho de voto deberán indicar al dorso los derechos especiales que ellas confieren.

**Artículo 48.** La presente Ley regirá a partir de la fecha de su publicación en el Diario Oficial, y deroga las disposiciones que le sean contrarias.

Publíquese y ejecútense.

Dada en Bogotá, D.E., a 20 de febrero de 1990.

## ANEXO N° 2

### Securities Act. de 1933

Primera Ley aprobada el 26 de mayo de 1933 por el Congreso de los Estados Unidos, para regular el Mercado Público de Valores. Por medio de esta Ley se exige el registro de los valores, antes de la oferta pública, al igual que la publicación del prospecto de colocación con la información financiera y general de la sociedad emisora para permitir el adecuado análisis por parte de los inversionistas potenciales. Esto implica el cumplimiento de un conjunto de requisitos por parte del productor del título. Entre ellos, el Formato F6.

### Securities Exchange Act. de 1934:

Ley aprobada el 6 de junio de 1934 por el Congreso de los Estados Unidos, para regular el mercado público de valores. La Ley protege el mercado contra la manipulación de información y en general contra prácticas indebidas en la emisión de valores. Esta Ley creó la SEC para hacer cumplir tanto el Securities Act. de 1933 como el Securities Exchange Act. de 1934. Adicionalmente, impone sus propios requisitos como es el caso de los: 12G3-2(B). 20-F y 6-K.

### GLOSARIO DE TERMINOS

**Agentes de colocación:** Son comisionistas de bolsa que ayudan a los líderes en la colocación de cualquier emisión de títulos.

**Agente de transferencia:** Es el encargado de recibir el valor de los rendimientos en la moneda del emisor y enviarlos al depositario en dólares.

**Agentes líderes de colocación:** Son corredores de bolsa que por la cuantía que pueden manejar se les llama agentes líderes.

**Banca de inversión:** Es quien generalmente asesora al emisor, qué tipo de emisión hacer, cómo, dónde, cuánto y cuándo. Coordina con el emisor la campaña publicitaria que hará en el exterior, también es el encargado de conseguir el banco depositario y el coordinador global.

**Broker dealer:** Compañía que actúa como comerciante en la compra y venta de títulos valores. La compañía compra los títulos para su inventario y posteriormente los vende obteniendo una utilidad calculada como el diferencial entre los precios de compra y venta.

**Coordinador global.** Es la entidad que coordina la colocación de los títulos, para el país de origen, en Estados

Unidos los ADRs y para el resto del mundo los GDRs. Este, para efectuar su labor contrata unos agentes líderes de colocación, quienes a su vez contactan a unos agentes de colocación.

**Custodio:** Banco que guarda los títulos subyacentes que respaldan los ADRs, y conforma los DSs, vistos anteriormente, éste también cobra los rendimientos de los mismos al emisor, en su propia moneda.

**El banco depositario:** Es el encargado de emitir los ADRs contra los DSs que son emitidos electrónicamente por un banco custodio, que es contratado por el depositario en el país de origen de la emisión. Otra función es la de pagar a los tenedores los rendimientos de los títulos en dólares y para esto celebra un contrato con un banco en el país de origen de la emisión que hará de agente de transferencia.

**El emisor de los títulos subyacentes.** Entidad que coloca partes activas de su compañía, tales como bonos, acciones ordinarias, acciones preferenciales sin derecho de voto; éstas son denominadas como de clase B, partes de deuda o titularización de deuda pública. También aunque todavía no existe registro alguno puede presentarse el caso de titularización inmobiliaria, y toda clase de títulos.

**Euro-bono:** Título valor dirigido a los mercados europeo y asiático. Este programa está orientado a un desplazamiento recurrente al mercado sin necesidad de negociar financieramente los

recursos, cambiar de agente o modificar la documentación existente.

**Mercado Over The Counter (OTC):** Mercado en el cual las transacciones son realizadas a través de teléfono y/o redes de computadores entre dealers en acciones, bonos, ADRs en vez de realizarse en una bolsa de valores.

**Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages (PORTAL):** Sistema de transacciones electrónicas por medio del cual se realizan operaciones de compra y venta de títulos valores entre inversionistas institucionales.

**Securities and Exchange Commission (SEC):** Agencia federal de los Estados Unidos de América, creada por el acta de 1934 encargada de promover y vigilar el mercado de capitales en los Estados Unidos.

**Underwriter:** Banco de inversión o comisionista de bolsa que se encarga de realizar la colocación de títulos valores entre inversionistas, a petición de una compañía emisora.

**Warrants:** Es un título valor usualmente emitido en forma conjunta con un bono o una acción preferencial, que da el derecho al poseedor de comprar una cantidad determinada de acciones comunes a un precio específico, el cual es usualmente mayor al precio de mercado en el momento de la emisión. El warrants es válido por un período determinado de años o algunas veces a perpetuidad.

## Cotización de los ADR latinoamericanos

Comportamiento de los recibos norteamericanos de depósito de América Latina cotizados en NYSE, AMEX y NASDAQ, en dólares, al cierre del viernes 14 de julio de 1995

NYSE	52 semanas		TITULO	SIMBOLO	Vol. Semana pasada (00S)		CIERRE	Var NETA	
	MAX	MIN			MAX	MIN.			
39.625	17.875		Emb. Andina	AKO	1.957	37.875	36.500	37.250	+1.000
12.750	7.313		Aracruz Celulose	ARA	8.476	12.750	12.000	12.500	+0.250
32.375	9.250		B. Francés	BFR	8.398	23.000	20.625	22.250	+0.250
27.250	21.375		B. Ganadero	BGA	758	24.250	24.000	24.250	+0.250
22.250	15.500		B. Ganadero (pref)		507	20.500	20.250	20.500	0.250
23.000	13.000		B. O'Higgins	OHG	1.855	22.750	21.750	22.500	+0.375
15.875	8.500		B. Osorno	BOU	3.206	15.875	14.500	15.750	+1.000
12.488	5.000		B. Wiese	BWP	2.080	8.375	8.000	8.000	0.000
10.000	0.750		Banpaís	BPS	0	0.000	0.000	0.938	0.000
41.000	19.875		Baesa Embotellad	BAE	3.364	27.875	25.000	25.625	-1.750
46.000	5.000		Bufete Industrial	GBI	6.375	20.125	17.250	17.875	-1.375
95.750	48.000		C.T.C.	CTC	7.021	85.250	81.000	81.625	-0.625
34.875	19.250		Chilgener	CHR	6.851	33.000	30.375	31.000	-1.625
38.375	12.875		Coke-Femsa	KOF	15.112	25.000	22.875	25.500	+1.750
13.125	3.500		Corimon	CRM	812	7.000	6.250	6.250	-0.500
25.875	13.000		Cristalería Chile	CGW	1.362	25.875	24.875	24.875	-1.000
34.250	5.750		Desc	DES	6.840	19.750	16.125	18.500	+1.875
15.000	2.250		G. Dina	DIN	10.137	4.375	4.000	4.125	0.000
13.125	1.375		G. Dina (L.)	DINL	4.382	2.750	2.500	2.625	+0.125
29.000	19.250		Endesa	EOC	4.427	28.125	26.625	26.750	-0.125
32.875	3.875		E. Ica S.C.	ICA	57127	12.250	0.875	11.875	+0.625
30.250	7.375		E. La Moderna	ELM	6728	17.625	15.125	17.000	+1.500
34.500	18.750		Enersis	ENI	2.233	31.250	29.875	29.875	-0.125
36.500	8.000		G. Casa Autrey	ATY	3.181	18.000	16.875	17.500	+0.625
21.750	3.750		G. Elektra	EKT	3.127	8.000	6.500	7.875	+1.375
31.125	5.625		Gemex	GEM	10.898	13.250	11.875	13.000	+1.000
24.875	2.250		G.F. Serfin	SEN	44.198	6.875	6.000	6.750	+0.750
26.500	3.875		G.I. Durango	GID	5401	9.875	9.250	9.375	-0.125
30.250	6.875		G.I. Maseca	MSK	5.654	12.375	11.125	11.875	+0.625

52 semanas MAX.	MIN.	TITULO	Símbolo	Vol. Semana pasada			CIERRE	Var. NETA
				(00s)	MAX.	MIN.		
33.500	8.750	G. Lusacell	CEL	9.060	15.500	13.625	15.250	+1.750
24.500	2.000	G.M. Desarrollo	GMD	15.777	5.625	5.000	5.250	0.000
25.000	6.375	G. Radio Centro	RC	2.043	10.375	9.500	9.875	-0.125
22.750	2.000	G. Sidek	SDK	9.927	5.375	4.500	5.000	+0.375
18.500	1.625	G. Sidek B.	SDKB	1.654	4.250	3.375	4.125	+0.500
63.000	12.125	G. Televisa	TV	73.740	26.250	23.875	25.375	+0.375
39.500	4.875	G. Tribasa	GTR	68.731	9.750	8.750	9.125	+0.250
21.625	7.125	Interceramic	ICM	293	10.500	9.500	10.250	+0.375
27.625	14.875	IRSA	IRS	871	25.375	24.375	24.625	-0.375
23.750	12.500	Laboratorios Chile	LBC	2.148	19.375	18.000	18.375	-0.375
34.500	16.500	Madeco	MAD	1.157	30.250	29.125	29.250	-0.125
29.500	11.500	Masisa	MYS	1.036	20.375	19.125	19.250	0.000
13.125	7.250	Metrogas	MGS	535	9.625	8.875	9.500	+0.750
37.250	15.000	Panamco	PB	5.333	33.875	32.000	32.625	+0.250
28.375	12.750	Provida	PVD	2.324	27.000	26.000	26.750	+0.125
50.000	23.000	Soquimich	SQM	1.699	49.375	48.125	48.250	-0.250
56.750	25.750	Telecom Argentina	TEO	9.218	56.750	51.750	56.000	+2.750
36.813	14.625	Telefon. Argentina	TAR	49.340	29.750	27.500	29.375	+1.125
67.625	23.000	Telmex	TMX	291.030	36.250	33.500	35.125	+1.609
21.250	5.125	Telex Chile	TL	6.365	13.875	11.625	12.250	-1.375
9.375	2.875	T.M.M.(a)	TMMA	14.015	7.375	5.500	7.250	+1.500
10.250	3.625	T.M.M.(L)	TMM	16.173	8.250	6.625	8.000	+1.125
11.875	6.500	Transporte de gas	TGS	5.686	11.375	10.750	11.000	-0.125
22.125	14.500	Viña Concha Toro	VCO	265	20.000	19.500	20.000	+0.750
23.125	5.729	Vitro S.A.	VTO	43.358	10.625	9.375	9.875	-0.250
26.875	14.375	YPF	YPF	45.929	20.625	19.500	20.000	-0.375

AMEX								
29.750	3.375	G. Simec	SIM	2.548	11.625	9.750	11.125	+1.125
6.313	2.500	Tamsa	TAM	6.730	6.313	5.625	6.000	-0.250
NASDAQ								
18.250	14.000	Apco Argentina	APAGF	71	16.250	15.500	15.500	+0.375
21.125	3.375	S.F. Quadrum	ADRMV	4.426	7.625	6.750	7.000	-0.500
28.696	6.375	Banco Galicia	BGALY	17.577	18.875	17.750	18.750	+0.875
28.500	16.625	C.C.U.	CCUUY	1.603	27.500	26.750	27.125	+0.375

## RECURSOS BIBLIOGRAFICOS

1. Artículos y Resoluciones de la Superintendencia de Valores de Colombia.
2. Carta Financiera.
3. Estudios de la Broadgate Consultants, INC.
4. Periódico *El Tiempo*
5. Publicaciones de la Superintendencia Bancaria de Colombia.
6. Publicaciones de la Fiduciaria del Citibank en Colombia.
7. Seminario Portafolio.
8. The Bank of New York, Depository Receipts (ADRs and GDRs) 1993 Market Review.