

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

# RÉGIMEN DEL MERCADO DE VALORES

TOMO II

Emisión y oferta de valores

*Reimpresión*



Universidad de  
los Andes



---

Bogotá - Colombia  
2018

# ÍNDICE GENERAL

	PÁG.
Presentación .....	VII

## CAPÍTULO I

### LA OFERTA PÚBLICA COMO UNA ACTIVIDAD DEL MERCADO DE VALORES

NÉSTOR RAÚL FAGUA GUAUQUE

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

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

## CAPÍTULO II

### LA OFERTA PRIVADA DE VALORES

CARLOS ANDRÉS ALDANA GÁNTIVA

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

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

### CAPÍTULO III

#### EMISORES DE VALORES

CARLOS FRADIQUE-MÉNDEZ LÓPEZ

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

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

## CAPÍTULO IV

## CALIFICADORAS DE RIESGO

MARÍA VICTORIA MORENO JARAMILLO

JEANNETTE FORIGUA ROJAS

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

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

## CAPÍTULO II

### LA OFERTA PRIVADA DE VALORES\*

CARLOS ANDRÉS ALDANA GÁNTIVA\*\*

#### 1. ANTECEDENTES

El estudio de los orígenes de los mercados de valores es comúnmente asociado al nacimiento de las bolsas, que en su calidad de foros de negociación —tradicionalmente cerrados— en los que intervenían agentes especializados por cuenta de sus clientes, sirvieron para propiciar la negociación masiva de títulos entre un sinnúmero de partes<sup>1</sup>. En particular, la apertura de la sociedad anónima a una pluralidad de nuevos inversores mediante la venta de sus acciones y el ofrecimiento de deuda soberana al público para financiar las necesidades presupuestales de los Estados, tienen estrecha correlación con el desarrollo de tales centros bursátiles<sup>2</sup>. Solo en tiempos relativamente recientes se distingue como modalidad alternativa la negociación de valores en foros distintos a las bolsas, mediante el denominado mercado mostrador u OTC (*Over The Counter*), según sus siglas en inglés.

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

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

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

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

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

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

Como se detallará en el presente capítulo, tales mercados, conocidos como “mercados privados de valores”, han sido comúnmente desregulados, no tan extensamente analizados como los públicos y solo en las últimas décadas se han desarrollado de forma sobresaliente, con una dinámica propia y con diversas ventajas según expondremos a continuación. Paralelamente, según veremos, algunas regulaciones estatales y supranacionales, e incluso los reglamentos de algunas bolsas de valores<sup>3</sup>, han creado pautas que han contribuido en su organización y crecimiento.

## 2. CONCEPTO Y DEFINICIÓN DE OFERTA PRIVADA DE VALORES

### A) *Diferencias entre oferta pública y oferta privada*

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

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

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

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

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

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

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

c) *Documento de oferta.* El registro que se obtiene mediante la inscripción con el supervisor, requiere la entrega de un folleto de oferta o prospecto, el cual tiene un extenso listado de contenidos mínimos que se regulan detalladamente por las autoridades respectivas. En contraposición, tradicionalmente no existen disposiciones legales respecto de los contenidos de un documento de oferta de valores por medio de la oferta privada y por ende, aunque muy parecidos estructuralmente, resultan menos dispendiosos y rígidos para los emisores y sus asesores<sup>4</sup>, y su contenido será el que las partes —emisor e inversionistas— acuerden en cada caso.

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

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