

## LA OFERTA PUBLICA DE VALORES

**Por Carlos Mario Giraldo Moreno**

Abogado U. de Medellín

Especialista en Derecho Comercial (U.P.B.), Profesor del mismo programa, Máster en Derecho, Universidad de Tulane (USA).

Medellín, septiembre de 1987

### LA OFERTA PUBLICA DE VALORES

En momentos en los cuales se presenta una saludable recuperación en el dinamismo del Mercado de Valores causado por la reactivación económica y por las expectativas creadas a raíz de la reforma tributaria, es necesario recalcar acerca de la importancia del estudio de la OFERTA PUBLICA. Este es un mecanismo introducido en nuestra legislación, no solamente como instrumento de promoción del Mercado de Valores sino también como medio de control del mismo por parte de la Comisión Nacional de Valores.

Los primeros ensayos de Oferta Pública de Valores diferentes a las acciones han resultado exitosos, razón por la cual se abren nuevas posibilidades para que papeles como los bonos ordinarios se conviertan en una fundamental fuente de financiamiento para las empresas.

En este artículo quiero hacer énfasis sobre el tema de la Oferta Pública en el Mercado Secundario. Su regulación es poco conocida, pero tendrá que jugar un papel preponderante dentro del proceso de

fusiones empresariales y tomas de control en los próximos años. Sólo así se podrá controlar de manera adecuada el desahogado proceso de concentración accionaria que se viene generalizando en Colombia.

## **1. DEFINICION DE OFERTA PUBLICA DE VALORES**

La OFERTA PUBLICA DE VALORES es el llamado o aviso que se dirige a un grupo no determinado de personas o a un sector o grupo determinado que esté conformado por un mínimo de cien (100) personas (v. gr. un conjunto de socios o acreedores).

La Oferta Pública debe realizarse a través de la utilización de algún medio de comunicación masiva, invitando a suscribir, enajenar o adquirir documentos que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías (v. gr. Bonos, Acciones y Bonos de Prenda). La televisión, la prensa escrita, la radio y aún las mismas circulares han sido calificados como medios masivos de comunicación para estos efectos.

Corresponde a la Comisión Nacional de Valores fijar los criterios generales dirigidos a determinar si una Oferta es pública y sobre este asunto tiene como función especial la de absolver las Consultas que se le realicen.

A esta institución le corresponde utilizar el mecanismo de la Oferta Pública de Valores como el principal instrumento de estímulo del MERCADO PUBLICO DE VALORES. Este fue definido precisamente en función de la utilización del procedimiento de la Oferta Pública para distinguirlo de las transacciones que se realizan en el Mercado Privado de los Valores.

La Ley 32 de 1979 definió MERCADO PUBLICO DE VALORES como: "la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías".

### **1.1 NATURALEZA JURIDICA DE LA OFERTA PUBLICA DE VALORES**

La Oferta Pública de Valores es un Negocio Jurídico que tiene fuerza vinculante para quien la realiza frente a las personas que acepten los términos y condiciones en que ha sido formulada. Como Negocio Jurídico que es, deberá cumplir con todos los requisitos básicos de existencia y validez de todos los negocios jurídicos. Además, es necesario que se adapte a una serie de formalidades y requisitos establecidos por la ley y por las disposiciones expedidas por la Comisión Nacional de Valores para que tenga plena

validez y fuerza vinculante. La principal consecuencia de su condición como Negocio Jurídico es que su incumplimiento genera indemnización de perjuicios.

La OFERTA PUBLICA DE VALORES tiene dos principales modalidades con normas especiales que las regulan. Puede operar tanto en el MERCADO PRIMARIO como en el MERCADO SECUNDARIO. De acuerdo con estas modalidades, es necesario entrar a dar un tratamiento separado a cada uno de estos dos mercados:

## **2. OFERTA PUBLICA DE VALORES EN EL MERCADO PRIMARIO**

Es el llamado que se hace a un grupo indeterminado de personas o a un grupo determinado de 100 o más personas para que estas SUSCRIBAN ACCIONES O VALORES.

Esta Oferta está reglamentada por las Resoluciones 01 de 1981 de la Sala General de la Comisión, la 030 de 1982 de la Presidencia de la Comisión y la 003 de 1985. Además es necesario considerar las normas concordantes del Código de Comercio que regulan la emisión primaria de acciones.

Con relación a la regulación expedida por la Comisión es necesario comenzar por señalar la existencia de dos importantes requisitos para la eficacia de esta Oferta:

1. Que haya sido previamente autorizada por el Presidente de la Comisión Nacional de Valores. Para efectos de esta autorización las diferentes resoluciones exigen un acopio de información sobre la capacidad financiera y económica de la sociedad emisora. Con ello se pretende, no solamente verificar la solidez de la entidad sino especialmente, que los términos en que se publica la oferta realmente se adecúen a las condiciones financieras del emisor. El efecto final que se ha querido producir es el de facilitar el acceso del mediano y pequeño inversionista al mercado de valores.

El Artículo 10 de la Ley 32/79 prevé que será ineficaz de Pleno Derecho cualquier acto jurídico que se celebre como consecuencia de una oferta pública de valores que no cuente con la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores. Es necesario remitirnos a la definición que de esta sanción trae la legislación comercial en el artículo 897 al darle unos efectos de pleno derecho sin necesidad de previa declaración judicial. Se explica este tipo de sanción ante la necesidad de evitar que la rapidez de los hechos económicos que se suceden en las transacciones del mercado público afecten irremediabilmente al conjunto de los inversionistas. Es la única forma de amainar los efectos nefastos de una oferta pública

temeraria y provista de información irreal. Este efecto previsto para estos actos jurídicos no excluye la posibilidad de ejercer las acciones restitutorias o de perjuicios a que haya lugar.

2. Que el valor ofrecido haya sido previamente inscrito en el Registro Nacional de Valores.

## **2.1. PROCESO DE EMISION DE VALORES A TRAVES DE LA OFERTA PRIMARIA.**

El procedimiento que debe seguir una sociedad que pretenda ofrecer públicamente una suscripción de valores incluye una serie de pasos antes de obtener la autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores para hacer pública la oferta. De manera sintética, estas etapas previas son las siguientes:

### **2.1.1. APROBACION DEL REGLAMENTO DE SUSCRIPCION POR PARTE DEL ORGANO SOCIAL COMPETENTE**

En el caso específico de la Suscripción de Acciones esta se realiza a través de un proceso de colocación de acciones en el cual finalmente se celebra un Contrato de Suscripción con cada uno de los adquirentes de las mismas. Estos contratos, en los cuales la sociedad se obliga a reconocer la calidad de accionistas y entregar los títulos que la acreditan al adquirente, quien correlativamente se compromete a la realización de un aporte a la Sociedad, están sometidos a un REGLAMENTO DE SUSCRIPCION, también denominado como PROSPECTO DE COLOCACION DE ACCIONES.

El Reglamento de Suscripción de Acciones debe ser aprobado por el órgano social facultado por los estatutos para ello. En caso de no existir norma estatutaria expresa, corresponderá a la Junta Directiva esta aprobación (artículo 385 C. Com.).

En el reglamento deberán expresarse las condiciones básicas que caracterizan la oferta de suscripción de las acciones. Entre ellas, cabe destacar:

#### **a. EL PRECIO DE LA OFERTA**

En todo caso deberá ser por lo menos equivalente al nominal, es decir el que resulte de dividir el capital de la empresa por el número total de acciones emitidas.

#### **b. EL NUMERO DE ACCIONES OFRECIDAS**

En ningún momento podrá ser inferior a las emitidas. Las acciones que no sean suscritas durante el plazo de duración de la oferta regresarán a integrar la reserva social.

### **c. EL PLAZO DE LA OFERTA**

La Oferta no podrá tener una vigencia inferior a quince días ni superior a tres meses. La Superintendencia de Sociedades en su Circular D-005/80 ha interpretado esta restricción del artículo 386 del Código de Comercio, afirmando que "en ningún caso el término de la oferta para colocar acciones podrá exceder de tres meses, contados a partir de la fecha de la expedición del aviso correspondiente. En consecuencia, cuando en un reglamento de colocación se prevea la suscripción de acciones por parte de los accionistas, en ejercicio del derecho de preferencia, y de terceros, el plazo de la oferta no podrá ser superior a los tres meses citados".

De esta forma negó la posibilidad de que se aplicara un plazo individual a la oferta dirigida a los accionistas con derecho de preferencia y otro para la oferta dirigida posteriormente a terceros, cuando ambos sumados superan los tres meses.

### **d. EL PLAZO PARA EL PAGO DE LAS ACCIONES**

De acuerdo con el artículo 387 del Código de Comercio, este pago deberá ser por lo menos de una tercera parte del valor de cada acción al momento mismo de la suscripción y el del resto no podrá exceder de un año, contado a partir de ese mismo momento.

Para efectos del cálculo de estos términos, el artículo 864 del Código de Comercio permite deducir que el contrato de suscripción se debe entender celebrado en el momento en que la sociedad reciba la aceptación a la oferta realizada, siempre y cuando la respuesta se produzca dentro del término fijado para la oferta.

### **e. LA PROPORCION Y FORMA COMO DEBA HACERSE LA SUSCRIPCION**

La Oferta Pública de Acciones, por regla general, deberá permitir, en primera instancia, que los accionistas de la Sociedad ejerzan su Derecho de Preferencia. Estos tendrán la posibilidad de suscribir preferencialmente en toda nueva emisión, una cantidad proporcional al porcentaje del capital suscrito de la sociedad que posean en la fecha en que sea aprobado el reglamento de suscripción. El artículo 388 del Código, indica que el plazo que se otorgue para el ejercicio de este derecho preferencial a los accionistas no podrá ser inferior a quince días hábiles.

Existen dos circunstancias en las cuales se podrá proceder a ofrecer directamente las acciones a terceros:

1. Cuando en el Contrato Social se haya dispuesto expresamente que las acciones podrán colocarse sin sujeción al Derecho de Preferencia.

2. Cuando la Asamblea General resuelve realizar la colocación de las acciones, sin que esté afectada previamente por el Derecho de Preferencia. Esta decisión deberá adoptarse con el voto favorable de no menos del setenta por ciento de las acciones presentes en la reunión (art. 420 c. de co.).

El Derecho de Preferencia se concreta en el momento en que se produce el aviso de la oferta correspondiente, aún cuando la proporción en que cada cual puede suscribir se determina en el mismo momento en que el órgano social autorizado para ello aprueba el reglamento de colocación.

El Derecho Preferente a la Suscripción de acciones puede ser negociado por su titular a partir del momento en el cual se dé el aviso de la oferta.

### **2.1.2. AUTORIZACION DE LA SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES A LA COLOCACION DE ACCIONES**

Una vez aprobado por el órgano competente el reglamento de Suscripción en los términos y con el contenido descritos, se debe solicitar ante la Superintendencia de Sociedades su Autorización a la colocación de las acciones. Esta, en cumplimiento de su misión de inspección y vigilancia, debe autorizar la colocación si encuentra que se cumplió con todas las exigencias legales y estatutarias por parte de la Sociedad.

Las sociedades deberán enviar a esta entidad los siguientes documentos:

1. Petición del representante legal o apoderado de autorización para la colocación de acciones.
2. Copia auténtica y completa del acta en la cual conste la aprobación que el órgano social competente impartió al Reglamento de Suscripción de Acciones, con inclusión del texto del reglamento mismo.
3. Copia del acta en la cual se renuncia por parte de la Asamblea General al Derecho de Preferencia, en caso de haberse producido esta circunstancia.

Esta autorización de la Superintendencia deberá obtenerse con anterioridad a la colocación de acciones, so pena de la ineficacia de esta. Sin embargo, el artículo 390 del Co. de Com. permite el saneamiento del acto de suscripción accionaria cuando se obtenga la autorización con posterioridad.

### **2.1.3 INSCRIPCIÓN DE LA ACCIÓN EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES**

Para la inscripción de la acción en el Registro Nacional de Valores, requisito sin el cual no es posible realizar la oferta pública de los mismos, deberá cumplirse con los requisitos fijados por la Resolución Nº 001 de Julio 3 de 1981, de la Comisión Nacional de Valores.

### **2.1.4. SOLICITUD DE AUTORIZACIÓN ANTE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES PARA ADELANTAR LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES EN EL MERCADO PRIMARIO**

Cuando la oferta califique como Pública, según los parámetros ya vistos contenidos por la Resolución 001 de 1981, la Sociedad Emisora deberá obtener la autorización de la Comisión Nacional de Valores para realizarla. Para ello, deberá remitir, conjuntamente con esta solicitud, la siguiente información:

- a. Copia auténtica del acta de la reunión del órgano social competente que aprobó el respectivo Reglamento de Emisión y Colocación de Valores.
- b. Copia auténtica del acto mediante el cual el organismo estatal competente autorizó la emisión para la colocación de los Valores, con constancia de su ejecutoría.
- c. Descripción de los objetivos económicos y financieros que se persiguen con la emisión.
- d. Copia de los folletos, prospectos u otros materiales publicitarios que se vayan a utilizar para la promoción de los valores objeto de la oferta.
- e. Si fuera el caso, copia auténtica de los contratos suscritos entre el emisor los intermediarios con miras a la colocación de los valores por parte de estos últimos.

Una vez recibida la petición y documentación relacionada, la Comisión Nacional de Valores deberá resolver sobre la misma dentro de los treinta días hábiles siguientes a la fecha de la petición. Esta podrá prorrogar el término por un período máximo de diez días, al cabo de los cuales deberá pronunciarse. En caso de silencio de la Comisión, el Decreto 1169/80 prevé un efecto positivo, entendiéndose por tanto, concedida la autorización.

En el acto que autorice una oferta pública de valores, la Comisión deberá indicar el término dentro del cual ella deberá realizarse. Si transcurrido este período esta no se ha efectuado, caducará la autorización y, por consiguiente, será necesario solicitar nueva autorización para realizar la oferta pública.

### **3. OFERTA PUBLICA DE VALORES EN EL MERCADO SECUNDARIO**

#### **3.1. ANTECEDENTES**

En Colombia, durante los últimos 20 años, hemos observado la paulatina y surepticia toma de control de las empresas productivas financiada con los recursos de las entidades financieras. Es preocupante, no solamente la utilización desaforada e injusta que han hecho algunos accionistas mayoritarios del ahorro de los colombianos para consolidar su poder accionario, sino también, el hecho de que se acumulen en pocas manos los recursos que el país necesita para patrocinar la creación de nuevas empresas.

En principio, las tomas de control en el país han sido enteramente privadas, patrocinadas exclusivamente por grupos económicos perfectamente identificables. Solo ellos se han beneficiado pues, de la llamada Prima de Control, es decir la utilidad resultante de la privada y masiva transacción y que trae consigo el hecho de obtener el poder decisorio en la sociedad.

Todo esto redundó finalmente en un estancamiento del crecimiento económico, pues un alto porcentaje de los recursos financieros se volcaron hacia las batallas por el control y por lo tanto, no estaban presentes al momento de crear nuevas industrias. El grado de concentración en Colombia es hoy exagerado. En la Bolsa de Bogotá por ejemplo, el 99% de los accionistas poseen un 24% de las Acciones, mientras que el 76% de estas se encuentran en manos de un 1% de los accionistas. Esta situación de concentración económica y de falta de mecanismos de democratización en las oportunidades para todo tipo de inversionistas, es semejante a la que prevalecía en los Estados Unidos hacia finales de la década de los años 20 y que generó la crisis en la Bolsa de Valores y posteriormente la depresión económica.

#### **3.2. OBJETIVOS DE LA OFERTA PUBLICA EN EL MERCADO SECUNDARIO**

La Oferta Pública de Valores en el Mercado Secundario constituye el mecanismo más idóneo para evitar la concentración accionaria y proveer a todos los inversionistas igualdad de oportunidades frente al mercado público de valores. Sus principales objetivos son los siguientes:

1. Extensión de la Prima de Control a todos los accionistas.

2. Proveer información completa en el mercado de valores sobre las importantes transacciones de valores. Con las obligaciones que crea el proceso de Oferta Pública, se otorga a los inversionistas información completa sobre la situación financiera de la sociedad, los objetivos de la oferta, la procedencia de los recursos, etc.

3. Brindar estabilidad al Mercado Público de Valores.

### **3.3. SOLUCIONES LEGISLATIVAS COLOMBIANAS ANTE LA PROBLEMATICA PLANTEADA**

En Colombia en los últimos años se han expedido importantes disposiciones tendientes a democratizar el mercado de valores y en un plazo largo, la propiedad accionaria. Las principales son:

1. Decretos 2388/76 y 2920/82 - Prohibiendo la participación directa de las Instituciones Financieras en la Toma de Control. Estas han sido complementadas con medidas de la Junta Monetaria con el fin de evitar que esta se realice indirectamente a través de los préstamos a las directivas y altos empleados de estas instituciones.

2. Resolución 005/82 - Reglamenta la Oferta Pública de Valores en el Mercado Secundario y será objeto de especial estudio.

### **3.4. ANTECEDENTE ECONOMICO Y JURIDICO - EL TENDER OFFER AMERICANO**

En los Estados Unidos los últimos años han significado un gran auge para un proceso de toma de control de unas empresas por otras. Esta tendencia se ha generado en primer lugar, a raíz de la existencia de un Sector Financiero pujante, en el cual participan no solamente los bancos norteamericanos, sino especialmente, la banca internacional que ha hallado gran rentabilidad en la inversión en territorio americano.

La necesidad de buscar una administración más eficiente y las ventajas que un mercado tan amplio como el americano ha facilitado la consolidación horizontal de las empresas, contribuyendo a impulsar este proceso.

La toma de control se generalizó en los años 80 y fue inicialmente utilizada por las compañías petroleras que buscaban de esta manera hacerse a recursos naturales sin necesidad de tener que iniciar costosos procesos de exploración.

Los accionistas son los principales beneficiarios de estas pugnas de poder, pues generalmente el valor de mercado de sus acciones aumenta en proporciones que muchas oportunidades supera el 100% en pocos meses. Desafortunadamente, la toma de control ha forzado a muchas empresas a diseñar complejos esquemas económicos

y jurídicos dirigidos a defenderse. Esto ha aumentado en más de 1.4 trillones de dólares la deuda total adquirida por las corporaciones en los E. U. Muchas batallas terminan con la disolución de la empresa y la venta pública de sus activos para recuperar rápidamente la gran inversión realizada.

Existe en el seno del Congreso Norteamericano una profunda división de opiniones sobre la conveniencia que ha tenido este proceso de toma de control. Por un lado, sus defensores aducen en su favor que ha dotado al mercado público de gran actividad, volcando al pequeño inversionista hacia las Bolsas de Valores. Agregan que la constante amenaza de Ofertas Públicas por sus valores ha llevado a los administradores a verse obligados a optimizar las utilidades de las compañías y mejorar la eficiencia de la administración. Igualmente, se presentan las estadísticas que muestran como el gran triunfador de todo el proceso es el accionista, pues obtiene jugosas ganancias con la valorización de sus acciones.

Quienes se oponen al proceso y quieren establecerle controles efectivos, afirman que está causando un creciente endeudamiento de las empresas y la distracción de los esfuerzos de las directivas. Estas destinan gran parte de su atención a defender sus empresas contra adquirentes externos, olvidando sus principales responsabilidades de orden administrativo.

La causa ulterior de todo este fenómeno económico es la existencia de Sociedades cuyas acciones en bolsa están por debajo de su valor intrínseco. Las ofertas buscan beneficiarse con el llamado "Premium", conocido entre nosotros como Prima de Control.

Desde 1934, la Comisión de Valores de los Estados Unidos comenzó a regular este fenómeno a través de la expedición de las Secciones 14 d y 14 e de la Ley de Valores, conocidas como reglas del SEC. Nuestra legislación reguladora del Mercado Secundario, es decir, la Resolución 005/82, es un intento por copiar textualmente algunos aspectos de la americana. Sin embargo, tal como veremos a través de un análisis comparativo de la forma como funcionan legislativa y prácticamente estos fenómenos en ambos países, se cometieron imprecisiones y errores en la regulación, que requieren de urgente modificación en Colombia.

### **3.5. REGULACION EN COLOMBIA - RES. 005/82**

La Resolución 005 de 1982 regula el Mercado Secundario de Valores en Colombia, haciendo obligatoria dentro de él, la Oferta Pública autorizada previamente por la Comisión Nacional de Valores, cuando se presentan especiales circunstancias que hacen necesaria tal restricción a la libre oferta de valores.

Toda persona o grupo de personas que, en el lapso de 12 meses continuos, desee convertirse en beneficiario real del 10% o más del número de acciones en que está dividido el capital social de una sociedad con un número de accionistas igual o superior a quinientos y cuyas acciones estén inscritas en el Registro Nacional de Valores, deberá realizar Oferta Pública de Valores en el Mercado Secundario.

La misma obligación existe para aquellos que siendo beneficiarios del 10% o más de estas acciones, deseen, en 12 meses continuos, incrementar su participación en un porcentaje que no sobrepase el 5%.

La Resolución Nº 003 de 1985 establece dos casos adicionales que serán sometidos obligatoriamente a la Oferta Pública en el Mercado Secundario, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores. Son estos :

1. La Enajenación del Control Accionario.
2. La enajenación por parte de una sociedad de acciones propias readquiridas.

### **3.5.1 CARACTERISTICAS ESPECIALES**

1. Está previsto este proceso de Oferta Pública solamente cuando se pretende la adquisición de acciones de sociedades numerosas en accionistas y que además se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Valores. No tiene operancia para sociedades cerradas y para pequeñas empresas.

La filosofía de esta distinción es que en estas, por estar tradicionalmente en control de pequeños grupos de accionistas y ser generalmente sociedades de familia, no se requiere la protección para el inversionista menor. Someterlas a todo este procedimiento, significaría un extracosto que excedería los límites de la misma protección.

2. No se requiere la Oferta Pública para cualquier tipo de transacción en el Mercado Público de Valores. Por ello cuando de adquisición de acciones se trata, se establece un parámetro objetivo porcentual de concentración en un período continuo de un año, por encima del cual es necesario recurrir al procedimiento de ley.

Esta disposición debe combinarse con aquella que obliga a que toda transacción igual o superior a 200.000.00, de acciones de una Sociedad Anónima inscrita en Bolsa de Valores, debe realizarse a través de esta. De acuerdo con la norma, las transacciones inferiores a este monto y que no configuren los parámetros objetivos previstos para la Oferta Pública, se podrán realizar directamente, siempre y cuando se cumpla con los estatutos sociales en lo relacionado con el Derecho de Preferencia.

3. Es conveniente hacer claridad sobre el hecho de que las disposiciones de la Resolución 005/82 se refieren al caso particular en que un inversionista o grupo de inversionistas **pretenda la adquisición** de acciones. Debe distinguirse de la eventualidad en la que se vaya a **enajenar el control accionario o acciones propias readquiridas por la sociedad**, pues en estos eventos debe haber Oferta Pública, cualquiera que sea el porcentaje enajenado.

### 3.5.2. CONCEPTOS NUEVOS QUE INTRODUCE LA REGULACION DE LA OFERTA EN EL MERCADO SECUNDARIO

La Resolución 005 introdujo a nuestra legislación dos conceptos propios de la norteamericana, dirigidos al control de la concentración abrupta de valores en pocas manos, evadiendo el procedimiento de la Oferta Pública. Son estos:

#### 1. CONCEPTO DE GRUPO

Para efectos de calcular la concentración accionaria del 10 o el 5%, respectivamente, se tiene en cuenta la adquisición que un GRUPO DE PERSONAS relacionados entre sí hagan de estos valores. Con ello se quiere evitar la simulación de adquisiciones a través de diferentes personas que en realidad responden a una sola voluntad decisoria.

Constituyen un Grupo, las personas que pretendan participar en negocios jurídicos de adquisición de acciones con similitud en las condiciones de concertación, precio, condiciones de pago, cantidad u otras características análogas.

Los criterios adoptados tratan de tipificar una serie de circunstancias de las cuales se puede deducir que las personas obran en conjunción y guiados en una sola dirección. Sin embargo, la amplitud de los criterios adoptados y su imprecisión puede llevar a cometer errores. Lo lógico es que además de los factores objetivos se exija algún tipo de factor subjetivo que conecte a los adquirentes.

Según la redacción de la norma, el solo hecho de que dos personas adquieran importantes bloques accionarios en una misma fecha, aún cuando las condiciones sean distintas y no exista conexión entre ellas, puede llevar a deducir la obligación que tienen de someterse al proceso de la Oferta Pública.

#### 2. CONCEPTO DE BENEFICIARIO REAL

Se busca desentrañar, no quién aparece como titular inscrito de las acciones adquiridas, sino en realidad, cuál es la persona que tiene directa o indirectamente la capacidad decisoria sobre las acciones. Esta es una figura de origen anglosajón que busca desentrañar el titular del poder de votación que otorga una cuota social.

Es posible que exista más de un beneficiario real de un mismo valor según este criterio utilizado. Simultáneamente pueden coexistir, un socio inscrito y un apoderado para votar con sus acciones. En cualquier momento el primero podrá reasumir el poder de voto que le garantizan sus acciones.

Además, la Resolución, cuando define el término CAPACIDAD DECISORIA que caracteriza al BENEFICIARIO REAL de la acción, la califica como: "la facultad o el poder de votar en la elección de directivas y representantes o de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenación o gravámen de la acción". Expresamente, se está aceptando la posibilidad de que exista más de un beneficiario real de una misma acción simultáneamente.

### **3.5.3 AUTORIZACION PREVIA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES**

Quien tenga obligación de someterse a la Oferta Pública de Valores deberá contar previamente con la Autorización para su realización, impartida por el Presidente de la Comisión Nacional de Valores.

La solicitud deberá presentarse acompañada de una serie de documentos que provean información completa sobre la oferta proyectada. Los más importantes son:

**1.** Proyecto de Aviso de Oferta. Este es el documento al cual se pretende dar publicidad y que debe ser aprobado por la Comisión de Valores. Este aviso deberá contener la siguiente información:

**a.** Número Mínimo y/o Máximo de acciones que se propone adquirir. Es fundamental conocerlo, pues la propuesta puede presentarse sometida a la condición suspensiva de que se reúna efectivamente el número mínimo por el cual se ofrece (Oferta Condicional). Igualmente, puede determinarse en ella que en caso de que se presenten más del máximo, solamente se adquiera hasta el número por el cual se ofreció (Oferta Parcial).

**b.** Debe informar acerca del número de acciones en circulación de las cuales es beneficiario real el oferente.

**c.** Es fundamental que el aviso contenga el Precio al cual se ofrece el pago de las acciones y las condiciones de pago. Para el accionista es quizás la principal preocupación, pues le permite calcular cuál es el sobreprecio sobre el de bolsa y por lo tanto tomar una decisión financiera con suficientes elementos de juicio en sus manos. El Oferente tiene libertad en la fijación de ese precio.

d. Plazo de duración de la Oferta. Este no podrá ser inferior a diez días ni superior a quince, salvo expresa autorización de la Comisión para que se extienda por un término mayor no superior a diez días.

e. Origen y Monto de los recursos con los cuales pretende financiar la totalidad de la oferta. Debe señalarse igualmente, el tipo de relación que existe con quienes facilitaron estos recursos.

f. Cuando la oferta se realice a través de la Bolsa de Valores, es necesario señalar el nombre de la sociedad o sociedades comisionistas a través de las cuales se efectuará. En caso de que no se lleve a cabo a través de la Bolsa, debe indicarse el procedimiento que deben seguir los destinatarios interesados en aceptar la oferta para manifestar su consentimiento.

2. Deben enviarse los Estados Financieros del oferente, certificados por contador público juramentado. Con ello se pretende que los accionistas conozcan la capacidad que el interesado tiene para responder por el pago de las acciones ofrecidas.

#### **3.5.4. PROCEDIMIENTO ANTE LA COMISION NACIONAL DE VALORES**

Una vez solicitada la autorización de la oferta, la Comisión cuenta con un término de treinta días, prorrogables por diez más para resolverla. A su silencio se le darán efectos positivos.

Uno de los más importantes aspectos de la Resolución es que se obliga al oferente y a todas las demás personas que tengan conocimiento de la misma a guardar silencio sobre su existencia mientras la oferta no se haga pública y a abstenerse de hacer uso indebido de esta información.

Es fundamental esta previsión, pues un inadecuado manejo de la información puede ser utilizada por quienes la conocen como fuente de enriquecimiento ante la natural valoración que tendrán las acciones. Igualmente, informaciones parciales pueden causar una gran confusión en el mercado de valores con relación a la cotización del valor, confusión en la que generalmente resulten perjudicados los inversionistas menores. Es tal vez, una de las únicas prohibiciones que busca prevenir el llamado "Inside Trading" - Tráfico de Información Interna - tan perseguido en otros países y aún impune en nuestro mercado.

#### **3.5.5. PUBLICACION DE LA OFERTA PUBLICA**

A diferencia de la regulación existente en otros países, en Colombia solamente se requiere de una publicación o aviso en prensa y en la bolsa de valores.

Dentro de los cinco días siguientes a la aprobación impartida por la Comisión, el aviso deberá publicarse en un diario de amplia circulación nacional. Cuando se trate de acciones inscritas en bolsa, se exige adicionalmente que tal publicación aparezca diariamente en el Boletín Oficial de la Bolsa, durante toda la vigencia de la oferta.

El presente sistema de publicidad no ofrece garantías a los accionistas minoritarios, quienes difícilmente conocerán la oferta. Lo usual en otras legislaciones es que se obligue al oferente a enviar a la totalidad de los accionistas el aviso de oferta por correo aéreo certificado. En otras, se reemplaza este costoso requisito por la publicación varias veces, y en diferentes diarios con circulación nacional, de un resumen de la información contenida en el aviso, con la advertencia de estar dispuesto a entregar copia completa del mismo a cualquier accionista que así lo solicite. Este es un aspecto de tanta trascendencia para lograr un efecto verdaderamente público de la oferta, que requiere urgentemente ser revisado.

### **3.5.6. TRANSACCIONES NO SUJETAS AL REQUISITO DE LA OFERTA PUBLICA**

La Resolución Nº 017 de 1986 trae algunas excepciones al principio férreo de la necesidad de que toda transacción de las antes descritas tenga que realizarse a través de la Oferta Pública. Cuando ellas se presentan, la Resolución 005 no tiene aplicación. Las excepciones son:

1. Cuando se presente donación, legado o asignación testamentaria.
2. Cuando el efecto de concentración sea el resultado de Procesos Judiciales. V. gr. Adquiere las acciones en un remate.
3. Cuando se trate de operaciones realizadas en el Mercado Primario de Valores.
4. En ocasiones especialmente previstas cuando se dé como consecuencia de un Contrato de Permuta.
5. Cuando sea el resultado de Acciones en Pago, siempre que se acredite la preexistencia de la obligación que se extingue.
6. Cuando el efecto de concentración resulte a raíz del ejercicio de un derecho preferencial de compra consagrado estatutariamente.
7. Cuando simplemente se realice una compraventa de acciones entre quien resulte ser un mismo beneficiario real y se haya obtenido autorización especial de la Comisión para su realización.

A pesar de que estas excepciones encuentran su fundamento en situaciones muy especiales, pueden eventualmente convertirse en instrumentos de simulación y escape a la obligación genérica de for-

mular Oferta Pública. Por esta razón, la Comisión, en varios de sus conceptos, ha insistido sobre el alcance restrictivo que a ellas se debe dar.

### **3.5.7. GARANTIA DEL PAGO DEL PRECIO OFRECIDO A LOS ACCIONISTAS**

Con anterioridad a la publicación del aviso de oferta, la sociedad o sociedades comisionistas, a través de las cuales se realiza, deben constituir garantías especiales que aseguren el pago de las acciones a los aceptantes. Las Bolsas de Valores tendrán la responsabilidad final de vigilar la constitución de estas garantías.

### **3.5.8. TRAMITACION DE LA OFERTA PUBLICA**

Una vez publicado el aviso de la oferta, esta deberá permanecer vigente durante el período que en ella misma ha sido señalado como el de duración. Una vez culminado este período puede suceder una de tres situaciones:

1. Se presentó el número de acciones solicitadas. En este caso el resto de la oferta se ceñirá a los términos contenidos por el aviso.
2. Las aceptaciones exceden al máximo fijado dentro de la oferta. En este evento, el oferente deberá realizar un prorrateo o distribución proporcional entre los aceptantes, independientemente del momento en que hayan manifestado su acuerdo para con los términos de la oferta.

Esta disposición hace justicia con los accionistas, pues los beneficia proporcionalmente a su participación dentro del capital social.

3. Las aceptaciones son inferiores al mínimo estipulado en el aviso de oferta. Se entiende que la oferta no tuvo curso por no haberse cumplido la condición fijada por quien la presentó.

Es importante anotar que durante todo el transcurso de la oferta, la Resolución expresamente autoriza la transacción en Bolsa de Valores de las acciones, siempre y cuando su precio no sobrepase la cotización misma de la oferta. Con ello se quiere evitar una especulación exagerada con el precio de la acción por fuera del marco general de la oferta. Sin embargo, estas transacciones no podrán ser realizadas por el oferente, si con ellas sobrepasa los límites a partir de los cuales es obligatoria la oferta.

En el fondo, nuestra legislación otorga inmensas ventajas al oferente sobre cualquier defensa que quiera organizar la sociedad, sus accionistas individual o conjuntamente, o frente a cualquier oferta de terceros. En primer lugar, es necesario observar como es el oferente el que coloca unilateralmente el precio máximo por encima del cual no se puede transar en bolsa. Adicionalmente, y a diferencia de lo que se sucede en otras transacciones de adquisición de esas acciones.

Cuando la Oferta Pública recae sobre acciones NO INSCRITAS EN BOLSA el procedimiento es muy similar. La Resolución crea un poco de confusión pues excepciona para ellas la aplicación de algunas normas ya vistas como la que permite al oferente fijar libremente el precio de la oferta.

### **3.5.9. OFERTAS PUBLICAS CONCURRENTES**

La Resolución 005 permite la presentación de Ofertas Concurrentes a la inicial siempre que se produzca dentro de los cinco días siguientes al aviso de la oferta inicial. Es una limitación en el tiempo demasiado estricta, pues la estructuración de cualquier oferta jurídica y económicamente es un proceso que requiere estudio y la consecución de la financiación respectiva. Las demás legislaciones son mucho más amplias para con las ofertas concurrentes, pues han experimentado las dificultades prácticas que significa realizarlas.

Es urgente la necesidad de otorgar una verdadera igualdad de oportunidades a oferente, sociedad y terceros, ampliando la oportunidad para presentar ofertas concurrentes hasta el término de vencimiento de la oferta inicial. Esta reforma tendría que ser complementada con la exigencia de que ante la oferta concurrente, la inicial igualmente se extiende en su duración de manera que los accionistas puedan libremente participar en cualquiera de ellas, sin importar el momento de su presentación.

Se requiere además la introducción en nuestra legislación de la figura del retracto. Solamente así se puede dar alguna posibilidad de éxito a la contraoferta. El término de retracto debe existir para cada una de las ofertas, de manera que los accionistas puedan retirar sus acciones y presentarlas a otra de las ofertas. Es entendible que el término de retracto sea limitado en el tiempo.

Tal como se halla estructurado el régimen, en caso de existir una oferta concurrente ya buena parte de los accionistas estarán comprometidos con la oferta inicial. Más grave todavía es la encrucijada en la cual se hallarán quienes aún no han ofrecido. A estos se les presenta la alternativa entre aceptar la oferta inicial que, a pesar de retribuir un precio inferior, ya ha recogido un gran porcentaje de los accionistas. Luego, ella tiene todas las posibilidades de completar el mínimo exigido por el oferente. Por otro lado, tiene una oferta superior en el precio, pero que corre el riesgo de no completar el mínimo exigido por el oferente, ante la inexistencia de la posibilidad de retracto para los accionistas comprometidos con la oferta inicial.

La OFERTA CONCURRENTES debe mejorar el precio de la oferta inicial en no menos de un cinco por ciento. Este requisito carece de fundamento lógico, porque es posible que la mayor solidez del ofe-

rente, sus mejores condiciones de pago, o una leve mejoría en el precio, sean móviles adecuados para impulsar a los accionistas a preferir la segunda oferta.

La OFERTA CONCURRENTES tendrá que ofrecer la adquisición de un número de acciones que no podrá ser inferior al máximo establecido por la inicial.

En todas estas disposiciones se observa el discriminatorio tratamiento que la Resolución ofrece a quienes pretendan competir con la oferta inicial. Con ello se desvirtúa la filosofía misma de proteger al inversionista, pues es la posibilidad de mejores precios para las acciones la que se ve limitada.

Cuando se presenta la Oferta Concurrente, el término de la inicial se suspende mientras comienza a correr el de aquella o la Comisión Nacional de Valores la deniega.

Dentro de los cinco días de iniciado el plazo de la oferta u ofertas concurrentes, el autor de la primera podrá mejorar el precio. La misma posibilidad no aparece reconocida a los impulsores de la oferta concurrente. De nuevo el desequilibrio está patente en nuestra legislación.

El MAYOR PRECIO OFRECIDO se tiene que reconocer, no solamente a quienes acepten como consecuencia del ofrecimiento concurrente, sino también a todos a quienes las acciones les hayan sido aceptadas a precios inferiores. Este es un principio de equidad económica igualmente tomado de la legislación norteamericana en donde se denomina "Best Price Rule", o Regla del Mejor Precio.

### **3.5.10. SANCIONES PREVISTAS PARA EL INCUMPLIMIENTO DE LA RESOLUCION 005/82**

No existe mucha claridad al respecto en la Resolución. Sin embargo, es posible afirmar que las sanciones previstas ante la violación de lo previsto por ella son:

1. El Presidente de la Comisión Nacional de Valores deberá informar al Ministerio Público sobre presuntas ilicitudes en la causa o en el objeto que afecten los negocios jurídicos sobre valores por haberse realizado sin sujeción a las normas que rigen el mercado de valores. Este, deberá pedir la declaración judicial de la nulidad absoluta de los mismos.

Consecuentes con esta previsión, y haciendo concordancia con la regulación que sobre la Nulidad Absoluta trae el artículo 2 de la Ley 50/36, esta puede ser declarada por el juez, aún sin petición de parte, cuando aparezca de manifiesto en el acto o contrato y puede además alegarse por todo el que tenga interés en ello.

2. Existe el principio general ya visto según el cual, cuando los actos se celebren como consecuencia de una oferta pública de valores no autorizada por la Comisión, el resultado será la INEFICACIA de los mismos (Art. 12, decreto 1169/80), sin necesidad de declaración judicial.

3. Desafortunadamente, no se contempla una ACCION CORRECTIVA ACTIVA de la Comisión Nacional de Valores para evitar tales ilicitudes, salvo en los casos específicamente previstos. Otras legislaciones han hecho énfasis en este tipo de corrección por considerar que la Nulidad y la Ineficacia producen enormes traumatismos en el Mercado Público de Valores y finalmente, el perjudicado es el mismo inversionista.

Para ello han observado como el efecto de tales sanciones sobre el Mercado es el de deprimir los precios de las acciones ante la derrota de las ofertas presentadas. No siempre la sanción más drástica es la más adecuada para tutelar los intereses de quienes se pretende se beneficien con esa protección. En este sentido, es necesario que nuestra legislación profundice un poco en las funciones correctivas otorgadas a la Comisión. Esta institución debe cumplir así con su función de promoción del Mercado de Valores.

