

AMERICAN DEPOSITARY RECEIVED “ADR”

JESSICA RAMOS FORERO

PABLO FERNANDO RUEDA CALLE

LUZ MÉLIDA TORRES ROJAS

EDNA MARCELA ZAMBRANO SALAS

UNIVERSIDAD DE LA SABANA

FACULTAD DE DERECHO

BOGOTA, D.C.

2001

AMERICAN DEPOSITARY RECEIVED "ADR"

JESSICA RAMOS FORERO
PABLO FERNANDO RUEDA CALLE
LUZ MÉLIDA TORRES ROJAS
EDNA MARCELA ZAMBRANO SALAS

Trabajo profesoral para optar al título de

Abogado

Director

JOSÉ ALPINIANO GARCÍA MUÑOZ

UNIVERSIDAD DE LA SABANA

FACULTAD DE DERECHO

BOGOTÁ, D.C.

2001

Nota de Aceptación:

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Bogotá; D.C, _____

A nuestros padres, familiares y amigos por el incondicional apoyo durante nuestras infinitas horas de estudio y la elaboración de este trabajo.

AGRADECIMIENTOS

Los autores expresan sus agradecimientos:

A DIOS, por su iluminación.

A nuestros padres: JAIME y MÉLIDA; JUAN CHARRIFF y MERY; HERNANDO y RUTH; PABLO y OLGA; por su incansable esfuerzo y apoyo durante nuestros estudios

Al DOCTOR JOSÉ ALPINIANO GARCÍA MUÑOZ, profesor de la cátedra de Derecho Contratos Comerciales, Títulos Valores y Procedimiento Comercial, por su dirección y apoyo en la evolución del presente trabajo.

A la FACULTAD DE DERECHO de la UNIVERSIDAD DE LA SABANA; y a todas a aquellas personas que de una u otra forma contribuyeron a la realización del presente trabajo.

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCION	10
RESUMEN	14
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	15
DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA:	15
JUSTIFICACION	17
OBJETIVOS	18
GLOSARIO	19
1 BANCA COMERCIAL Y BANCA DE INVERSIÓN	22
1.1 ORIGEN DE LA BANCA	22
1.1.1 LAS FERIAS Y EL CONTRATO DE DEPOSITO	22
1.1.2 DEPOSITO IRREGULAR	24
1.1.3 CONTRATO DE CUENTA CORRIENTE BANCARIA	25
1.2 CRISIS DE LA BANCA COMERCIAL	28
1.2.1 INTERVENCIÓN ESTATAL	28
1.3 BANCA DE INVERSIÓN	32
1.3.1 CARACTERÍSTICAS DE LA BANCA MODERNA	32
1.4 RAZONES DEL CAMBIO:	38
1.4.1 INSTRUMENTOS TECNOLÓGICOS	38
1.4.2 OTROS FACTORES	40

1.5	NEGOCIO DE LA BANCA DE INVERSIÓN	42
2	NATURALEZA JURÍDICA DE LOS ADR	52
2.1	SUJETOS INTERVINIENTES:	52
2.1.1	EL DEPOSITANTE: “WE” PETROBRAS. PETRÓLEO BRASILEIRO S.A	52
2.1.2	EL DEPOSITARIO: CITIBANK N.A	53
2.1.3	EL CUSTODIO “SAFE KEEPER”:	53
2.1.4	LOS TENEDORES: LOS INVERSIONISTAS.	54
2.2	OBLIGACIONES Y DERECHOS DE LOS SUJETOS INTERVINIENTES	54
2.2.1	DEPOSITANTE	54
2.2.2	DEPOSITARIO	59
2.2.3	EL CUSTODIO	66
2.2.4	LOS TENEDORES	67
2.3	DERECHO AL VOTO:	72
3	TITULARIZACIÓN DE TÍTULOS VALORES EN COLOMBIA	73
3.1	TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	73
3.1.1	ACTIVOS TITULARIZABLES:	73
3.1.2	TÍTULOS VALORES:	76
3.1.3	TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA:	82
3.1.4	TÍTULOS INSCRITOS EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES:	85
3.1.5	SUJETOS INTERVINIENTES:	85
3.2	PATRIMONIO AUTÓNOMO	90
3.3	CRÍTICA	94
3.4	FIDUCIA IRREVOCABLE PARA LA TITULARIZACIÓN DE TÍTULOS VALORES:	97
3.5	DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN DEL ORIGINADOR:	98
3.6	TÍTULOS VALORES EMITIDOS	99
3.6.1	TÍTULOS CORPORATIVOS O DE PARTICIPACIÓN	99
3.6.2	TÍTULOS DE CONTENIDO CREDITICIO:	100
3.6.3	TÍTULOS MIXTOS	101
3.7	PLAZOS	102
3.8	REQUISITOS ESPECIALES	102
4	CONCLUSIÓN	104
5	ANEXO	106
	BIBLIOGRAFIA	173

INTRODUCCIÓN

La actual globalización económica comporta la paulatina apertura de fronteras nacionales con miras a que circulen libremente bienes, servicios, capitales y personas. Desde el punto de vista financiero tal apertura tiene la gran ventaja de permitir que los capitales internacionales se dirijan hacia aquellas actividades económicas, que en cualquier parte del mundo, ofrecen mayores probabilidades de éxito y por lo mismo mejores rendimientos con menores riesgos. La actual banca tradicional que se originó hace casi diez siglos se está mostrando incapaz de ofrecer los servicios financieros que exige este entorno globalizado. Las razones son diversas.

De una parte la información sobre costos financieros, antaño patrimonio de los intermediarios financieros, fluye libremente a través de muy diversas redes informáticas que, con muy poco costo, permiten a cualquier persona conocer las variadas rentabilidades que sus inversiones producirían en las mas disímiles partes del planeta. De otra parte la operación bancaria tradicional, basada en la creación de medios de pago, ha empezado a crear dudas en los consumidores de productos financieros que se han percatado de la incapacidad de tales entidades para hacer frente a situaciones de recesión económica y pánico financiero. No otra cosa explica las mayores exigencias que las autoridades financieras de los diversos países, han venido estableciendo en los últimos veinte años en cuanto a

capitales y relaciones financieras mínimas que deben cumplir los intermediarios financieros.

Estas circunstancias han producido un cambio radical en la banca. De intermediaria entre ahorradores e inversionistas ha devenido asesora de unos y otros en el diseño y adopción de instrumentos que permitan acceder o invertir recursos financieros. Con esta nueva naturaleza la banca se ha convertido en asesora de inversionistas y empresarios necesitados de recursos. Ha aparecido la banca de inversión.

Uno de los instrumentos más comúnmente utilizados por los banqueros de inversión en la asesoría de sus clientes, son los International Depositary Received [IDR] conocidos como American Depositary Received [ADR] ó American Depositary Share [ADS], cuando se trata de obtener o colocar recursos en el mercado de los Estados Unidos de América. Es un mecanismo que tiende a convertirse en común. Los empresarios colombianos ya han empezado a beneficiarse de las bondades de este instrumento.

En virtud de la aceptación que este nuevo instrumento ha venido teniendo en el mercado, se hace indispensable conocer su naturaleza con el fin de identificar sus riesgos, ventajas y factores que lo hacen viable. Tal estudio exige una comparación con las instituciones jurídicas nacionales con el fin de entenderlo dentro de un marco que sea mas explícito y sencillo y además permita buscar

naturalezas comunes que en un futuro permitan que la globalización financiera se vea apoyada por una mayor unificación jurídica. Este trabajo constituye una primera aproximación al tema, desde esta perspectiva.

Para lograr nuestro propósito hemos estudiado el proceso que la empresa Petróleo Brasileiro S.A. –Petrobras- adelantó con el CityBank de los Estados Unidos y que terminó con la emisión de títulos respaldados en un ADR. El trabajo es esencialmente descriptivo, y tan solo busca explicitar los derechos que surgen para los diversos agentes que intervienen en el proceso. Es una investigación formativa cuyo informe final pretende suministrar un instrumento pedagógico que sirva al director de la misma en el desarrollo de sus asignaturas en la Universidad de La Sabana.

Si bien nuestro propósito no es sustentar una tesis, la circunstancia de tratarse de un estudio de derecho comparado exige buscar similitudes entre los ADR y los instrumentos financieros que la banca de inversión colombiana utiliza. Nuestra conclusión, al terminar el trabajo, es que el ADR se asemeja a una titularización de títulos-valores regulada en la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores Colombiana.

Al final del trabajo hemos dejado como anexo los más importante documentos expedidos en el proceso de emisión de títulos con respaldo en el ADR estudiado, con miras a que la investigación que hemos iniciado pueda continuarse por

quienes se interesen en profundizar en las nuevas aristas que este trabajo descubre.

RESUMEN

Los ADR (American Depositary Received) son mecanismos utilizados por la moderna banca de inversión para la óptima obtención de recursos financieros que permitan al empresario el adecuado financiamiento para el desarrollo de su actividad empresarial.

Este instrumento jurídico permite a los empresarios acceder a recursos financieros en el mercado internacional, más concretamente en el mercado bursátil de los estados Unidos, el cual puede ser aplicado en Colombia a través de la Fiducia Mercantil.

Podemos concluir que un ADR consiste en transferir cierta cantidad de activos (títulos valores) a una entidad fiduciaria debidamente autorizada para que esta constituya un patrimonio autónomo y con el se obtengan los recursos suficientes destinados exclusivamente para el financiamiento de la actividad empresarial.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Descripción del problema:

Existen países como el nuestro que no cuentan con el ahorro suficiente para atender las necesidades de financiamiento del empresario; estas circunstancias obligan a los empresarios y aún a los gobiernos a buscar recursos financieros en otros mercados que sí cuentan con ahorros suficientes.

Entre los instrumentos jurídicos con que cuentan los empresarios para acceder a recursos financieros en el mercado internacional y más concretamente en el mercado financiero de los Estados Unidos están los International Depositary Received (IDR) conocidos con el nombre de ADR's en los U.S.A.

En Colombia existen algunas empresas que han apelado a este sistema con excelentes resultados, cuya experiencia vale la pena divulgar para que esta sea seguida por otros empresarios que también puedan utilizar ese mecanismo.

A lo anterior se une el proceso de globalización al que está asistiendo el mundo y produciendo una cierta estandarización de las normas jurídicas con una clara orientación Anglosajona sobre todo en el derecho financiero.

Esta circunstancia obliga al estudioso del derecho a esforzarse por integrar el derecho nacional con el derecho vigente en el exterior, trabajo que desarrollamos a continuación.

JUSTIFICACIÓN

Siendo los ADR un mecanismo financiero al cual pueden acceder los empresarios dados sus excelentes resultados se requiere realizar estudio sobre el tema para que los demás empresarios puedan conocerlo y apelar a ese mecanismo.

OBJETIVOS

GENERAL

Explicar jurídicamente el proceso de financiamiento empresarial conocido como ADR. Las normas que lo rigen en los Estados Unidos y su comparación con los instrumentos nacionales similares.

ESPECÍFICOS

- Explicar la relación que existe entre los ADR y la banca de inversión.
- Comprender los ADR como una especie de titularización de activos.
- Comparar los ADR con los fondos de valores constituidos en Colombia con la finalidad de titularizar activos.

GLOSARIO

ADR: Depósito recibido en América.

ADR' s: Depósitos recibidos en América.

FIDUCIA: El Artículo 226 del Código de Comercio define la Fiducia como un negocio jurídico en virtud de la cual una persona llamada Fiduciario o Fideicomitente transfiere uno o más bienes específicos a otra llamada Fiduciario quien se obliga a administrarlos a enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente en beneficio de un tercero llamado Beneficiario o Fideicomisario¹.

IDR: Depósito internacional.

TITULARIZACIÓN: Es uno de los mecanismos de la Banca de Inversión que otorga la posibilidad a un empresario obtener recursos financieros directamente del público, gracias a la colocación de títulos emitidos con respaldo de los respectivos activos, pasivos o capital a un patrimonio autónomo que administrará una sociedad fiduciaria.²

TÍTULOS VALORES: El Artículo 619 del Código de Comercio define a los títulos valores como documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora. Pueden ser de contenido crediticio, corporativos o de participación, y de tradición o representativos de mercancías.³

¹ CÓDIGO DE COMERCIO, Bogotá: Ed. Lito imperio. 2001, Artículo 26

DESCRIPTORES TEMÁTICOS

Titularización; ADR; Fiducia; Banca de Inversión; Inversionista; Empresario;
Patrimonio Autónomo; Mercado Internacional; Contrato de Depósito; Acciones.

² DEPINA VARA, Rafael. *Diccionario de Derecho*, México: Porrúa S.A. 1995

³ CÓDIGO DE COMERCIO, Op. Cit., Artículo 619

ABSTRACT

The ADR's (American Depositary Received) are mechanism used by the new investment banking to obtain financial resources, which aloud the businessmen to get the necessary financial aid for his business activity.

This legal instrument aloud the business union trades to access into the international market, more precisely to the United States market, which can be apply in Colombia through the " fiducia mercantile ".

We can conclude that an ADR consist in transfer some amount of assets to the share property with the purpose that this property may obtain the necessary resource to finance the normal business activity.

1 BANCA COMERCIAL Y BANCA DE INVERSIÓN

1.1 ORIGEN DE LA BANCA

1.1.1 Las ferias y el contrato de depósito

Un elemento esencial en la organización económica de la Edad Media, fue la celebración de las ferias, las cuales existieron posteriormente a los mercados locales caracterizados por ser muy limitados pues en ellos se intercambiaban animales y algunos alimentos por darse en regiones muy pequeñas y dentro de sus mismos habitantes.

Las ferias según Henri Pirenne eran *“lugares de reuniones periódicas de los mercaderes de profesión. Son centros de intercambio que se esfuerzan en traer hacia ellos el mayor número posible de hombres y productos”*.⁴

Los mercaderes de la época tenían una gran deficiencia respecto del dinero, ya que debido a la inseguridad no lo podían llevar consigo a las ferias, motivo por el cual empezaron a surgir una especie de depósito, los cuales consistían en que el mercader entregaba su dinero a otro mercader (judío) especializado en

⁴ PIRENNE, Henri. *Historia Económica y Social de la Edad Media*. Bogotá: Fondo de Cultura Económica. 1977. Pág. .76.

custodiarlo, mientras este viajaba a las ferias y cuando nuevamente el mercader inicial necesitaba de este para cubrir nuevas obligaciones en otras ciudades (ferias) efectuaba el pago por medio una carta que iba dirigida al mercader especializado en custodiar su dinero para que este a su vez le pagara al acreedor.

Esta operación es la bien llamada Contrato de Depósito Ordinario, el cual esta regulado en el artículo 2240 del Código Civil el cual lo define como un contrato en que una de las partes entrega a la otra una cosa corporal o mueble para que la guarde, y la restituya en especie, a voluntad del depositante, y definido por Valencia Zea *“como el contrato en que una de las partes entrega a la otra una cosa corporal mueble para que la guarde y la restituya en especie, a voluntad del depositante.”*⁵

Una vez se entregaba en custodia la cosa, corporal mueble, el judío se percató que en su guarda, siempre mantenía determinada cantidad permanentemente, pues los depositantes nunca retiraban la totalidad de los recursos depositados, debido a que solo utilizaban un determinado porcentaje, motivo por el cual se mantenía una reserva.

Dicha reserva, dadas las circunstancias de la época fue aprovechada por el judío para hacer préstamos u operaciones de crédito a otros mercaderes que así lo demandaban.

⁵ VALENCIA ZEA, Arturo. *Derecho Civil de los Contratos*. Bogotá: Temis. 1974. Pág. 366.

Cuando el banquero descubrió que podía utilizar dichas reservas, el contrato de depósito ordinario devino en un contrato de depósito irregular

1.1.2 Depósito irregular

Esta clase de depósito está regulado en la legislación colombiana en el Art. 2246 del Código Civil el cual dice que en el depósito de dinero si no es en arca cerrada, cuya llave tiene el depositante, o con otras precauciones que hagan imposible tomarlo sin fractura, se presumirá que se permite emplearlo, y el depositario será obligado a restituir otro tanto en la misma moneda.

En este no se exige al depositario que devuelva las mismas especies recibidas del contrato de depósito ordinario en el cual se exige la devolución de la misma especie depositada.

Ahora bien, se puede observar que en el momento en que este juez no restituía la misma especie, sino una misma cantidad de un mismo género, el contrato de depósito ordinario se derivó en un contrato de depósito irregular.

En efecto, el adjetivo "*irregular*" del depósito solo acompaña el nombre del contrato pero no constituye un contrato de depósito como tal, es decir, constituye un nuevo contrato totalmente diferente al ya enunciado.

1.1.2.1 Descripción de la operación

La función principal del banquero, consistía en la captación y colocación de recursos; esto quiere decir que sobre los depósitos entregados al banquero se constituye un capital del cual se designa un porcentaje a la reserva (entendida esta como el porcentaje que habitualmente le retira su cliente para satisfacción de sus propias necesidades) y el saldo; es decir la resta del capital original menos el porcentaje de la reserva será colocado por el banquero en el mercado para que sea adquirido en forma de préstamo por un cliente que demande estos recursos.

Esta operación se conoce hoy en día como el Contrato de Cuenta Corriente Bancaria.

1.1.3 Contrato de cuenta corriente bancaria

En la legislación colombiana, el artículo 1382 del Código de Comercio, establece que en el contrato de cuenta corriente bancaria, el cuentacorrentista adquiere la facultad de consignar sumas de dinero, y cheques en un establecimiento bancario y de disponer, total o parcialmente de sus saldos mediante el giro de cheques o en otra forma previamente convenida con el banco. Todo depósito constituido a la vista entenderá entregado en cuenta corriente bancaria.

Dicha facultad del cuenta habiente se traduce en la posibilidad que tiene de realizar depósitos en una cuenta corriente bancaria.

Es sabido que uno de los principios y requisitos mundialmente reconocidos para el funcionamiento de la banca de depósitos según Fernando Gaviria *“Es el de que los institutos que los reciben deben mantener una reserva que se denomina comúnmente con el término del encaje”*⁶ Además este autor afirma que dicha reserva equivale a *“disponibilidad liquidas o sin emplear, en la operación general del crédito”*.⁷

Sobre esta “reserva”, (encaje) que es el nombre que ha recibido después de la intervención estatal, la ley ha establecido que se deben disponer unos porcentajes para cada uno de los pasivos del banco en relación con el cuenta habiente con el fin de que los bancos mantengan la mayor parte de sus reservas en depósitos con el banco central, y el resto debe estar depositado en la caja del banco o institución responsable del depósito del cuenta habiente; esto conlleva a que el banco central pueda conceder crédito a dos sectores de la economía distintos, que según Fernando Gaviria *“El primero, el sistema bancario y el segundo el gobierno nacional.”*⁸

Dentro de la Banca comercial es de suma importancia atender el proceso de expansión secundaria, puesto que es relevante para las instituciones económicas que gracias a esta, se pueda contar con un excedente de encaje que permite que el sistema bancario esté en la capacidad de incrementar la moneda en circulación

⁶ GAVIRIA, Fernando. *Moneda, Banca y Teoría monetaria*. Bogotá: Continente Ltda. 1964. Pág. 161

⁷ *Ibíd*em, pág. 161.

que como ya lo mencionamos corresponde la proceso que se hace con los depósitos en cuenta corriente.

La operación que hace la banca comercial no se limita solamente a la expansión secundaria, pues es importante observar que dentro del funcionamiento bancario según Fernando Gaviria *“muestra que un excedente de encaje dado puede potencialmente expandirse varias veces fenómeno que se denomina como la multiplicación de los depósitos.”*⁹

Este multiplicador se ha presentado desde los orígenes de la banca y no solo en la banca moderna ya que en él depósito irregular ya se había configurado y opera bajo la teoría de que un excedente de encaje se puede convertir posteriormente en un crédito que al depositante nuevamente origina excedentes adicionales, los cuales adquieren nuevamente la calidad de crédito pero en este proceso es importante conocer el alcance de la expansión total que da lugar a un nuevo excedente de encaje, puesto que este multiplicador de depósitos según Fernando Gaviria supone *“la existencia de una deficiencia en el mismo encaje”*¹⁰, y dicha deficiencia se presenta cuando el banco ha prestado la totalidad de sus activos líquidos encontrándose en un estado de iliquidez (fully loaned – up, *“capacidad*

⁸Ibídem, pág. 163.

⁹Ibídem, pág. 168.

¹⁰Ibídem, pág. 170.

crediticia completamente copada)¹¹ y al encontrarse en este estado de iliquidez se le retira una gran parte de sus depósitos.

1.2 CRISIS DE LA BANCA COMERCIAL

1.2.1 Intervención estatal

La intervención estatal en la Banca Comercial ha ocurrido por razones políticas y no económicas, ya que el estado burocrático se dio cuenta que podía adquirir recursos en este sector limitando la actividad privada en él.

Al respecto Vera Smith dice en su libro *Fundamentos de la Banca Central y de la Libertad Bancaria* *“los primeros monopolios fueron los fundados por razones políticas muy ligadas a las necesidades financieras del estado y no por razones económicas que aconsejaran o desaconsejaran el libre acceso al negocio de emitir billetes en aquellos tiempos.”*¹²

En virtud de esto, se explican las razones por las cuales la Banca Comercial entró en crisis debido a que el Banquero en la operación que realizaba y que consistía en la captación y colocación de recursos, sobre los cuales se mantenía una

¹¹Ibídem, pág. 170.

¹² SMITH, Vera. *Fundamentos de la Banca Central y de la Libertad Bancaria*. Madrid: Ed. Unión. 1990. Pág. 185.

¹²Ibídem, pág. 186

reserva que servía para satisfacer las necesidades de los depositantes. En esta operación se presentan dos eventos importantes; el primero, consistía en la posibilidad de que la reserva no fuera mayor al porcentaje del cual el depositante usualmente disponía, en este evento, el Banquero tendría una mayor capacidad de préstamo. En la segunda, se puede observar que sucede lo contrario, es decir, que el Banquero se podía encontrar frente a la situación de que los depositantes le retiraran mas del porcentaje previsto en las reservas, por lo tanto entraba en estado de iliquidez.

Las reservas sobre las cuales hemos venido hablando, no se encontraban en manos de ninguna entidad estatal o bancaria, lo que facilitaba que el Banquero llevara las operaciones comerciales, sin ningún intermediario o limitación, motivo por el cual mantenía las reservas en el lugar donde operaban sus negocios.

“Desafortunadamente esta situación no perduró en el tiempo, puesto que sobrevino la intervención estatal, en la cual, el Estado exigía al Banquero que le entregaran a título de préstamo las reservas destinadas a satisfacer las necesidades de sus depositantes, por lo tanto en el evento en que estos exigieran sus reservas, el Banquero corría el riesgo de que si le aumentaba la tasa de retiros, no podría cubrir el pago, encontrándose en estado de quiebra.”¹³

Esta intervención gubernamental obligó a los banqueros a que realizaran préstamos forzosos, apareciendo el PAPEL MONEDA de curso forzoso, el cual consistía en que el Estado le dice al Banquero que no restituya oro, sino que entregue un papel moneda que represente una promesa de comprometerse a entregar oro, promesa que no se llevaría a cabo, debido a que lo que se iba a restituir no sería nunca oro, sino papel moneda representativo de ese oro, figura que no presentaría ningún problema para el banquero, puesto que el Estado se comprometía a obligar a los Tenedores a su aceptación.

Lo anterior significa, que el papel moneda de curso forzoso fue producto de promesas fallidas hechas a los depositantes, para cuya emisión, el Estado nacionalizó un Banco, al cual le atribuyó exclusivamente esta facultad.

Lo anterior nos explica que la actividad bancaria fue intervenida por el Estado central como una forma de sobrellevar su carga de funcionamiento y no como un acto ligado a razones económicas tal como lo sostiene Vera Smith ya que para ella, fiel seguidora de la banca libre la cual es definida como *“una situación en la que el negocio de emisión de billetes puede ser gestionado bajo las mismas reglas que cualquier otra actividad empresarial.”*¹⁴

¹⁴ Ibídem, pág. 187.

Vera Smith, lo que pretende exponer es que los particulares perfectamente puedan cumplir con las actividades que cumple estado en el sector financiero, inclusive la de emisión de billetes.

A esta intervención estatal en la emisión, se le suma que los gobiernos en los últimos tiempos han impuesto límites de reserva como lo es el encaje bancario, lo cual significa para el banquero otro gasto impuesto por el Estado y no por factores económicos que conlleva a que la actividad sea menos rentable.

1.3 BANCA DE INVERSIÓN

1.3.1 Características de la banca moderna

1.3.1.1 Alemania

Aunque en Alemania existen bancos especializados y compañías de inversión, los cuales operan fideicomisos unitarios y fondos mutualistas especializados en la compraventa de acciones, bonos etc. La gran mayoría de transferencias son celebradas por medio de los Gross Banken que al igual que en Suiza tienen un carácter universal.

Dichos bancos universales interactúan en los mercados de valores alargo plazo (los cuales son grandes y bien desarrollados) y en los mercados de bonos, los cuales son extremadamente grandes ya que ocupan el tercer lugar a nivel mundial después de Japón y Estados Unidos.

El mercado de bonos en Alemania al igual que en Suiza esta dominado en su mayoría por el sistema bancario en el cual *“aunque es grande la emisión primaria, la mayoría de las emisiones se conservan hasta su vencimiento o se negocian infrecuentemente. La operación del mercado secundario es estrecha e ilíquida.”*¹⁵

¹⁵SWARY, Itzhak y otros. *La Desregularización financiera global*. México: Fondo de Cultura Económica. 1993. Pág. 72.

Al dominar los bancos universales o Gross Banken el mercado de emisión de bonos, las nuevas emisiones de estos se compran a través de los sindicatos permanentes, los cuales están conformados en principio por los bancos más grandes de Alemania y estos operan en coordinación con el Bunderbank y el comité central del mercado de capital. En los últimos tiempos diferentes bancos de inversión extranjera han entrado a interactuar en las transferencias en Alemania uniéndose con los sindicatos. Pese a esto la emisión de bonos y acciones en Alemania no es comparable al mercado Londinense el cual es mucho más dinámico en este aspecto.

1.3.1.2 Estados Unidos

El sistema financiero de los Estados Unidos se puede definir *“como el más avanzado y desarrollado del mundo. Se aproxima más que cualquier otro al ideal de un mercado eficiente, completo y perfecto”*.¹⁶ Esto se entiende ya que este mercado tiene grandes recursos financieros disponibles y tiene una gran ausencia de restricciones a los inversionistas.

En este país existen mercados financieros directos y mercados financieros en los cuales existen intermediarios no bancarios, los cuales poseen un gran desarrollo ya que son especializados en ese sector; es decir no son de carácter universal como en Suiza y en Alemania, porque en Estados Unidos la banca universal esta

prohibida; lo cual conlleva a que el sector bancario no sea tan preponderante en la intermediación financiera como sucede en los otros dos países. *“Los bancos realizan solo cerca del 35% del total de la intermediación, mientras que esa proporción llega al 90% en Alemania, 50% en el reino Unido y Canadá”*.¹⁷

En el sistema financiero americano el banco de inversión se puede definir como *“un tipo de intermediario cuya importancia para el sistema financiero es mucho mayor que el indicado por las medidas del balance”*¹⁸. Por lo cual desempeñan una gran función en la emisión y compraventa de diversos tipos de valores al igual que los fondos mutualistas que *proveen “ al inversionista de un acceso relativamente libre de riesgo a mercados tan diversos como los de bonos, acciones extranjeras, capital de riesgo y nuevas empresas etc”*.¹⁹

El sistema de emisión de bonos en Estados Unidos se subdivide en un mercado primario y en un mercado secundario, los cuales se pueden explicar en el siguiente *“El mercado primario funciona como diseñador e indicador de nuevas emisiones, y como avalista y distribuidor. Entre tanto el mercado secundario desempeña el papel de forjadores del mercado al mantener inventario y realizar operaciones de compraventa”*.²⁰

¹⁶ *Ibíd*em, Pág. 299.

¹⁷ *Ibíd*em, Pág. 300.

¹⁸ *Ibíd*em, Pág. 305.

¹⁹ *Ibíd*em, Pág. 304.

²⁰ *Ibíd*em, pág. 305.

Como ya dijimos anteriormente al ser el sistema financiero americano de carácter especializado el sistema bancario no tiene gran injerencia; de todas maneras los bancos comerciales que operan en Estados Unidos cumplen tres actividades:

- La tradicional; es decir las que se anotan en el balance.
- Las actividades que no se anotan en el balance (las cuales generan comisiones).
- Y las de servicio relacionado.

Con respecto a las actividades que no se anotan en el balance según el autor Swary y Topf establece lo siguiente “las actividades que no se registran en el balance son, por definición, muchos más difícil de cuantificar. Sin embargo, no hay duda de que tales actividades han absorbido una participación relativa mucho mayor, en las operaciones de la banca comercial”.²¹

Lo que quiere decir que la banca comercial si puede actuar como banca de inversión pero con un carácter especializado y no universal.

²¹ *Ibíd*em, pág. 312.

1.3.1.3 Suiza

El sistema financiero suizo tiene dos calidades esenciales, la seguridad y la estabilidad, pero en los últimos tiempos tal como lo establece Swary y Topf *“La creciente desregulación financiera por todo el mundo, y los altos costos internos (impuesto a la venta, retención de impuestos, y de sueldos), han intensificado la competencia”*²².

Lo que quiere decir el autor es que han surgido mercados poderosos como Nueva York, Londres y Tokio, los cuales han superado el mercado financiero Suizo.

En el sistema suizo los Gross Banken son los bancos que denominan el sector financiero, los cuales se caracterizan por ser bancos de carácter universal. *“Estos bancos en sentido pleno combinan las funciones de los bancos comerciales y mercantiles con amplia responsabilidad fiduciaria, aparte de aceptar depósitos y hacer prestamos, avalan y distribuyen valores, actúan como asesores financieros y corporativos, negocian acciones y metales preciosos, y sobre todo sirven como administradores de fondo de inversión y de cartera de valores”*.²³

Estos bancos tienen gran injerencia en la intermediación de mercados de bonos, el cual está bien actualizado con los demás países de Europa; los bancos Gross

²² Ibídem, Pág. 19

²³ Ibídem, pág. 21.

Banken dominan el mercado en especial con respecto a la emisión de bonos la cual se puede explicar en la emisión primaria ya que los Gross Banken representados por sus sindicatos y los bancos privados dominan este sector. Pero la gran importancia de este mercado nace con relación al mercado de los bonos extranjeros, debido a que estos tipos de bancos tiene una gran aceptación internacional por su facilidad de colocación tanto nacional como internacionalmente (la mitad del activo que poseen lo reciben del extranjero); y además es experto en los servicios de administración de cartera y asesorías de inversión.

Sobre este último aspecto los bancos de carácter universal prestan servicios o actividades que no se registran en el balance, es decir actividades meramente de banca de inversión, por las cuales dicha entidad cobra unas comisiones que llegan a ser mayores que los mismos recursos captados por intereses prestados. De todas maneras el negocio de la banca de inversión en Suiza es mucho menor que en otros mercados ya que el porcentaje que poseen en el intercambio financiero mundial es mínimo, tal como lo explica Swary y Topf “ *El uso creciente de los instrumentos que no aparecen en el balance, en otros centros financieros, no se ha popularizado en Suiza; de acuerdo con un informe, Zurich tiene una participación de solo 1% en el mercado de los intercambios financieros*”.²⁴

²⁴ Ibídem, pág. 27.

Sumado a todo lo anterior, en Suiza la administración de activos se ha encaminado principalmente a los fondos de individuos privados (fondos de pensión, fondos mutualistas etc).

1.4 RAZONES DEL CAMBIO:

1.4.1 Instrumentos tecnológicos

Una de las grandes razones del cambio ha sido el avance de los instrumentos tecnológicos, ya que ha diferencia de la banca comercial donde no fluía la información y por consiguiente el banquero no tenía la posibilidad de acceder a ella; lo que le dificultaba conocer las condiciones del mercado para la captación y colocación de recursos; en la banca de inversión se puede observar todo lo contrario, debido a que el banquero si tiene la posibilidad de acceder a la información y por consiguiente los consumidores pueden exigir mejores condiciones como lo afirma José Alpiniano García Muñoz en su libro de títulos y valores: *“Tal vez la mas grande revolución producida por el desarrollo tecnológico reciente en la actividad empresarial, consiste en la capacidad que tiene el común de los agentes económicos para acceder a una muy variada información empresarial relevante a muy bajo costo.*

Parece indudable que este factor ha influido de manera aún más notable en la actividad bancaria: tanto los ahorradores de recursos financieros, como los demandantes de tales recursos están en condiciones de comunicarse entre sí o al menos de conocer la tasa de interés que unos y otros están dispuestos a cobrar y pagar. Estas circunstancias los ha convertido en consumidores informados que exigen mejores productos y condiciones económicas, que el banquero comercial o tradicional no esta en condiciones de ofrecer".²⁵

Pero este no es el único factor existen otros factores los cuales veremos a continuación

²⁵ GARCÍA MUÑOZ, José Alpiniano. *Títulos Valores*. Bogotá: Ed. La Constitución 1997. Pág. 144.

Otros factores

La adecuación del capital ha sido un tema en el que han puesto su atención los administradores bancarios y las autoridades reguladoras; ya que con él se previenen las quiebras o las pérdidas no previstas por los bancos, pues a mayor cantidad de capital que este libre de deudas hay menor riesgo de que los bancos incumplan con sus obligaciones.

Varios estudios han considerado la supervisión de la industria bancaria justificándola, ya que con ella se protege a los clientes que no son capaces de evaluar el riesgo bancario y además se impide que se generen deseconomías externas que son producto de la pérdida de la confianza de los clientes tras una quiebra bancaria; dando como consecuencia mayor seguridad y solidez de la institución bancaria.

Vale la pena anotar respecto de lo anterior que es no es desconocida la existencia del “*efecto de contagio de las quiebras bancarias*”, la cual consiste en que el efecto que esta produce en un banco que ha quebrado puede relejarse sobre otros bancos, puesto que el cliente pierde la confianza en la solvencia de las instituciones en general; es decir de aquellas que sí son solventes y en consecuencia retiran sus fondos produciendo una desestabilización del sistema monetario y de la economía en general.

Respecto del capital, es importante anotar la diferencia que existe entre el capital óptimo y el capital adecuado, en donde el primero se determina por el proceso de toma de decisiones del banco y el segundo se determina por la probabilidad de la pérdida bancaria que los reguladores consideren socialmente óptimo.²⁶

Siguiendo con el análisis de los estudios realizados sobre la regulación del capital de los bancos, se puede observar que han tenido resultados diversos ya que para unos el impacto que esta regulación produce es insignificante, para otros es ineficiente e ineficaz, ya que con el no se puede asegurar que disminuya la probabilidad de la quiebra bancaria; mientras que algunos opinan que la regulación de cartera es la que mantiene un sistema bancario sólido, entendiéndose por restricción de cartera aquella que limita la libertad de un banco para realizar operaciones que impliquen riesgo. Existe también el examen bancario encargado de controlar los malos manejos y los fraudes, ambas son medida de regulación y adecuación del capital, es decir la forma como algunos países aseguran sus depósitos frente al riesgo bancario.

Hacia 1992 se crea una norma que pretende que los bancos riesgosos incrementen su capital y reduzcan o cambien actividades que impliquen menor riesgo para así reducir también la posibilidad de quiebra. Con esta ley también se busco incrementar la competencia y la posibilidad de comprar en bancos de países diferentes presentándose una desventaja y es la de que aumenten los

²⁶ SWARY Op. Cit. Pág.446

costos de la intermediación bancaria lo cual a su vez da como resultado una desventaja competitiva de los bancos frente a los intermediarios no bancarios.

Sin embargo, existen otras medidas de adecuación del capital que tratan de controlar el riesgo bancario como lo son los rubros fuera del balance que son ponderaciones asignadas a diferentes activos y rubros fuera del balance que permiten que los bancos creen valores sintéticos ponderados de bajo riesgo.

1.5 NEGOCIO DE LA BANCA DE INVERSIÓN

1.5.1 Contrato de fiducia

1.5.1.1 Naturaleza económica:

Consiste en constituir un patrimonio autónomo en beneficio de personas determinadas cuya administración se le entrega a una entidad especializada para que desarrolle todas las estrategias empresariales.

Naturaleza jurídica:

La fiducia es un medio o instrumento que crea un nuevo sujeto de derecho, denominado por la ley como patrimonio autónomo. Se llama así por ser un patrimonio que existe por sí mismo sin pertenecer como atributo a un sujeto existente. Para que se dé surgimiento a este nuevo sujeto de derecho se necesita que el constituyente o fideicomitente transfiera bienes determinados a una entidad especializada llamada fiduciaria en beneficio de un beneficiario

1.5.1.2 Obligaciones:

En el contrato de fiducia es de la esencia que el constituyente o fideicomitente le transfiera a la fiducia ciertos derechos. Para que estos bienes o derechos puedan ser transferidos a la fiduciaria el fideicomitente debe ser el propietario de los mismos. Si no lo es, no puede celebrar el contrato, pues no podría transferir la propiedad (requisito especial).

En la transferencia de esos derechos, el fideicomitente es la parte esencial en el contrato y es este el que tiene la obligación de la que es acreedora la fiduciaria. El beneficiario no es parte en el contrato porque el no tiene ningún derecho hasta tanto no se entreguen los bienes y no puede exigir al fideicomitente que haga la tradición. Únicamente es parte cuando la fiducia se constituye en beneficio propio del fideicomitente.

El objeto de esta obligación es dar o traditar el dominio, es decir, transmitir el atributo esencial del dominio que es la disposición.

Pueden ser objetos de la fiducia, las cosa determinadas o las universalidades jurídicas, que aunque sean determinadas no dejan de ser universalidades, como es el caso de la fiducia constituida por cause de muerte expresamente regulada por el Código de Comercio en el artículo 1228, donde se establece que la transferencia puede ser Mortis Causa o por acto entre vivos.

La fiducia Mortis Causa deberá constar por testamento y no requiere formalidad, salvo que existan inmuebles en el acervo herencial, en este caso se necesita de escritura pública pero si se tratara de un bien mueble no requiere de ninguna formalidad.

1.5.1.3 Fin de la fiducia:

El modo es el fin de la fiducia y a los fines que se refiere hacen referencia a garantizar las deudas y a permitir que las personas realicen sus fines.

1.5.1.4 Efecto esencial de la transferencia:

La fiduciaria entra a ser titular de esa universalidad jurídica, derecho determinados y meras expectativas, por lo tanto el título traslativo de dominio es la fiducia, en donde la fiduciaria es propietaria a título de contrato de fiducia y es titular de lo que se le transfirió (Art. 1227 del Código de Comercio. Los bienes transferidos no le pertenecen a la fiduciaria, ya que no forman parte de sus activos, es decir, no forman parte de la garantía general de estos.

El principal efecto es el surgimiento de un patrimonio autónomo (Art. 1233 del Código de Comercio) esto quiere decir que el titular de los bienes no es el fideicomitente y por lo mismo no puede disponer de ellos una vez lo transfiere. Estos bienes no garantizan las obligaciones que contraiga la sociedad fiduciaria puesto que no hacen parte de su patrimonio, únicamente garantiza las obligaciones que el fideicomitente contraiga con anterioridad a la constitución de la fiducia (Art. 1238 del Código de Comercio) y las que se contraigan para cumplir con el fin o beneficio para el cual fue constituida la fiducia.

1.5.1.5 Fin de la transferencia:

Por regla general lo determina el fideicomitente (Art. 1226 del Código de Comercio) los bienes quedan afectados a tal fin y la sociedad debe cumplir con él. El fideicomitente puede pactar reservarse algunos derechos sobre los bienes en el momento de la constitución de la fiducia.

1.5.1.5.1 Tipos de fiducia según el fin:

1.5.1.5.1.1 De garantía:

La finalidad de la transferencia de los bienes, es la de garantizar el pago de acreencias contraídas por el constituyente, sino se paga, la sociedad fiduciaria remeta los bienes y paga las acreencias.

1.5.1.5.1.2 De administración:

Se transfieren la universalidad de los bienes para que la sociedad fiduciaria los administre después de la muerte del constituyente.

De inversión:

Se transfiere dineros a la entidad para que con ello la fiduciaria, compre bienes inmuebles, los administre y remita las utilidades al beneficiario, y para que estos dineros sean invertidos en títulos valores.

La fiducia de inversión se clasifica en:

- Con un fin específico: Con el que el dinero del fideicomitente se constituya un patrimonio autónomo.
- De fondo común: Parecido a una sociedad, pues el patrimonio autónomo es común en cuanto a que son varios constituyentes, en el cual cada uno de ellos entrega una suma determinada de dinero.

1.5.1.5.1.3 De titularización:

El objeto de esta especie de fiducia consiste en meras expectativas o proyectos de obras. La fiduciaria emite títulos valores para ser vendidos en el mercado y así buscar socios (Recursos) para poder ejecutar el proyecto.

1.5.1.6 Límites a la finalidad:

La fiducia no puede ser secreta Se prohíbe sustituirla, es decir, el beneficio no se puede establecer en favor de una persona y después de otra (Art. 1230 del Código de Comercio).

La fiducia no puede exceder de 20 años.

La sociedad no puede quedarse con los bienes entregados.

1.5.1.7 Beneficiarios

Los beneficiarios pueden ser personas naturales o jurídicas, titulares de derechos fiduciarios obtenidos por el cumplimiento del fin, dichas personas pueden ser; el constituyente o los terceros designados por el mismo, aunque al momento de la constitución no es necesario la existencia del mismo (Art. 1229 del Código de Comercio)

El beneficiario es titular de unos derechos sobre el patrimonio, independientemente similares a los que tiene un accionista en la sociedad.

Derechos del beneficiario:

Tienen derecho las personas beneficiarias a exigirle a la fiduciaría el cumplimiento de la obligación, oponerse contra medidas preventivas con respecto a los bienes y pedir al Superintendente la remoción del fiduciario.

1.5.1.8 Ejecutoria del fin:

La obligación esencial de la fiduciaría consiste en ejecutar el fin determinado por el fideicomitente, esta obligación es de medio y no de resultados por lo cual se debe realizar toda la diligencia necesaria para el cumplimiento del fin.

La fiduciaría es una entidad sometida a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria y forma parte de un subgrupo financiero llamado, entidades prestadoras de servicios financieros

1.5.1.9 Derecho de la fiduciaría:

La fiduciaría tiene en primer lugar el derecho a la remuneración pues cumple con un encargo que no es mandato aunque participa de su naturaleza pues en este caso sino se cumple con el fin también hay derecho a la remuneración; en segundo lugar tiene derecho a la remoción, en cuanto a que la fiduciaría puede ser

removida sin que el contrato desaparezca (Art. 1239 y 1235 Inciso 4º del Código de Comercio).

1.5.1.10 Que comprende la ejecución del fin:

La ejecución del fin comprende todos los actos necesarios para cumplir con el fin, de lo contrario serán nulos (Art. 1243 del Código de Comercio). Siempre que la sociedad fiduciaria vaya a disponer de los bienes del patrimonio debe hacerlo de manera onerosa, aunque no todo acto oneroso es de por sí lucrativo. Se exceptúa la disponibilidad no onerosa cuando la fiducia ha terminado y los bienes se deban transferir a otra persona.

1.5.1.11 Agotamiento del fin:

Este ocurre cuando se han llevado a cabo todos los actos jurídicos necesarios para realizar el encargo.

Los bienes que quedan se deben transferir a persona designada por el constituyente, sino se dice quien era el beneficiario, pasa al patrimonio del constituyente o a sus herederos.

1.5.1.12 Terminación del contrato de fiducia

Se da por terminado por las siguientes razones (Art. 1240 del Código de Comercio):

- Por realización de los fines;
- Por imposibilidad del fin;
- Por expiración del plazo;
- Por cumplimiento de la condición resolutoria; acreedores de la fiducia en garantía;
- Por muerte del fiduciante;
- Por disolución de la entidad fiduciante;

Nunca un contrato de fiducia puede pactarse por más de 20 años, pero esta regla se exceptúa cuando se da en beneficio común o cuando el beneficiario sea incapaz.

2 NATURALEZA JURÍDICA DE LOS ADR

2.1 SUJETOS INTERVINIENTES:

2.1.1 El Depositante: “We” Petrobras. Petróleo Brasileiro S.A

Entidad del sector real, que actualmente ocupa una posición dominante en el mercado Brasileiro desarrollando actividades dirigidas a la explotación de petróleo y gas, cuya finalidad es financiar el crecimiento de la empresa para convertirla en una compañía líder en la industria energética en Latinoamérica, y de esta forma obtener una presencia significativa en el mercado mundial.

Gracias a la financiación empresarial, la compañía obtendrá recursos con los cuales pretende que haya; un aumento y una expansión en las reservas, en la producción petrolera y en el gas natural; una reducción de costos para lograr el mejoramiento en la utilización de refinerías; expandir las operaciones empresariales al sector internacional para enfocarse en el campo petrolero como líder industrial, y finalmente consolidar la explotación de petróleo en aguas profundas por medio de la importante tecnificación empresarial.

2.1.2 El Depositario: Citibank N.A

Es un banco comercial que cumple la función de banca global la cual “*cubre un amplio rango de actividades que involucra el financiamiento corporativo, el mercado de capital y el intercambio extranjero de productos y servicios*”.²⁷ En virtud de la cual desempeña papeles similares a los de las empresas de banca de Inversión, explicado en el capítulo anterior.

2.1.3 El Custodio “*Safe Keeper*”:

La Cámara de Liquidação e Custodia do Rio Do Janeiro (Deposito descentralizado de valores).

Entidad encargada de recibir las *securities* entregadas, por el depositante, en depósito para custodiarlas sin que estas sean entregadas individualmente a los tenedores, pues respaldan los derechos que tienen los tenedores con respecto a los ADR.

²⁷ FABOZZI, Frank y Otros, *Mercados e Instituciones Financieras*. México: Prentice Hall 1996 Pág. 63.

2.1.4 Los Tenedores: Los Inversionistas.

Son aquellas personas naturales o jurídicas, que realiza una inversión, para la adquisición de un ADR a título de tenencia.

Cada depósito americano representa un *share*, sobre lo tenido por La Cámara de Liquidacao e Custodia do Rio Do Janeiro, y custodiada por el Citibank como depositario. Las *Shares* depósitos americanos estarán representadas por los depósitos americanos recibidos (ADR`s)

2.2 OBLIGACIONES Y DERECHOS DE LOS SUJETOS INTERVINIENTES

2.2.1 Depositante

- El depositante tiene la obligación de entregar al custodio unas acciones relacionadas en el contrato de la siguiente manera: “Para los ofertantes estadounidenses 72.522.000 *American depositary Shares*; para los ofertantes internacionales 12.798.748 *American depositary Shares* y para los ofertantes brasileiros 72.264.020 de las *Shares* comunes”.

- Proveer al tenedor con una guía que contenga las condiciones materiales y los derechos que tiene como dueño de ADS, aclarando que esos derechos y obligaciones nacen del contrato de depósito y no de la guía
- El depositante no entregará acciones a los tenedores, pues estas no pertenecen individualmente a estos, simplemente son entregadas para respaldar los derechos de las acciones de los tenedores de las ADS.²⁸
- En general las obligaciones del depositante con los tenedores de las *Shares* comunes serán regidas por las leyes del Brasil, las cuales pueden ser diferentes a las de Estados Unidos de América.
- El depositante tiene la obligación de notificar al depositario la operación de asignación de utilidades en efectivo dadas en depósito.
- Notificar al depositario acerca de las distribuciones consistentes en dividendos y en distribución libre de las *Shares* comunes sobre *securities* dadas en depósito al custodio.
- El depositante tiene la obligación de que cuando distribuya derechos para suscribir *Shares* comunes adicionales, con sesenta (60) días de anticipación

notificarle al depositario y asistirlo para determinar si es legalmente posible y razonablemente practicable.

- Si el depositante distribuye un dividendo pagable a la elección de los accionistas ya sean en dinero a en acciones adicionales tiene la obligación de notificar con anterioridad al depositario e indicarle si la distribución será electiva para que este disponible al tenedor.
- Si el depositante distribuye propiedad diferente a dinero, *Shares* comunes o derechos para comprar estas, tendrá la obligación de notificar con anterioridad al depositario y además indicar, si quiere que la distribución sea hecha al tenedor. Si es así el depositante tendrá la obligación de asistir al depositario en la determinación.
- Si el depositante decide reembolsar algunos de los *securities* en depósito con el custodio deberá notificar al depositario por lo menos con 60 días de anticipación contados a partir de la fecha del reembolso.
- Si alguna de las representaciones o garantías están incorrectas de cualquier forma el depositante podrá a costas y a expensas del tenedor tomar cualquier clase de acciones necesarias para corregir los errores.

²⁸ PETROBRAS Petróleo Brasileiro S.A. *PROSPECTUS 85, 320, 748 American Depositary Shares. PETROBRAS.*

- El depositante esta de acuerdo en pagar ciertos cargos y expensas del depositario sin embargo se reserva el derecho de no pagar o no ser responsable por las comisiones o cargos relacionados con respecto a la *Shares* o ADS.
 - El depositante tiene el derecho de acordar con el depositario la modificación del contrato de depósito en cualquier tiempo y sin necesidad de consentimiento del tenedor
 - El depositante tiene el derecho de instruir al depositario en cuanto a la terminación del contrato de depósito.
 - El depositante está obligado a tomar solamente las acciones especificadas en el contrato de depósito sin negligencia o mala fe.
 - El depositante no está obligado a desarrollar ningún acto que sea inconsistente con los términos del contrato de depósito.
 - El depositante renunciará a cualquier responsabilidad o prohibición proveniente de cualquier regulación legal, de lo que provea cualquiera de nuestros capítulos o *securities* referente al depósito o que provenga de cualquier acto de guerra o de Dios que esté fuera de nuestro control.
-

- El depositante renunciara por razón en el ejercicio o falla para ejercitar cualquier discreción dada en el contrato de depósito o por cualquier capítulo estipulado de las *securities* en depósito.
- El depositante renunciara a cualquier responsabilidad futura por cualquier acción u omisión en relación con el aviso o la información recibida del asistente legal, contadores, o cualquier persona que presente acciones comunes por depósito, o cualquier tenedor de ADS o por representantes autorizados de estos, o cualquier persona que se presume que actúo con buena fe por cualquiera de las partes y que sea competente para dar ese aviso o información.
- El depositante renunciara a cualquier responsabilidad por la inhabilidad del tenedor para beneficiarse de cualquier distribución, oferta, derechos y cualquier otro beneficio el cual esté disponible a los tenedores de las acciones comunes pero no estará disponible bajo los términos acordados en el contrato de depósito.
- El depositante podrá transmitir sin ninguna responsabilidad cualquier notificación escrita, requerimiento u otro documento presuntamente genuino o que ha sido firmado o presentado por alguna de las partes.

- En el contrato de *underwriting* el depositante en este caso el vendedor de los ADR se comprometerá a vender dichas ADR a los *underwriters*.
- El depositante, que en el contrato *underwriting* es el vendedor de los ADR, deberá indemnizar a los *underwrites* de los Estados Unidos de América y a los *managers* internacionales con relación a ciertas responsabilidades bajo el acto de *securities (securities acts)*.
- El depositante esta obligado a no vender ni transferir cualquier *Shares* por 180 días después de la fecha de la realización del documento (*prospectus*), sin antes obtener un consentimiento por escrito del *underwriters*.

2.2.2 Depositario

- El depositario tendrá derecho a que el depositante le notifique la operación de asignación de utilidades en efectivo y en el momento en que reciba la información deberá acordar la manera en que los fondos se conviertan en dólares para que sean distribuidos entre los tenedores de los ADS.
- El depositario tiene la obligación de deducir de las utilidades dadas en efectivo a los tenedores los conceptos de comisiones, expensas, impuestos y cargos

gubernamentales pagables por los tenedores bajo los términos del contrato de depósito.

- El depositario tendrá la obligación de aplicar el método de las deducciones para el proceso de distribución de las ganancias de la venta de cualquier propiedad (al igual que los derechos) en poder del custodio con respecto a las *securities* depositadas.
- Cuando el depositante le notifica sobre la distribución consistente en dividendos y en distribución libre de las *Shares* comunes sobre *securities* dadas en depósito al custodio a partir de ese momento el depositario podrá bien esa distribuirla entre los tenedores los nuevos ADS`s, los cuales representan el excedente de las *Shares* comunes depositadas, o podrán modificar las ADS a *Shares* comunes.
- El depositario tiene la obligación de establecer el procedimiento para la distribución de estos derechos, respecto a la compra de ADS adicionales por parte de los tenedores y para habilitar a estos en el ejercicio de sus derechos cuando sea legalmente posible y razonablemente practicable.

- El depositario no está obligado a hacer disponible a los tenedores del derecho un método diferente para ejercitar sus derechos a la suscripción directa de *Shares* comunes a las establecidas en los ADS.
- El depositario venderá los derechos que no son ejercitados o distribuidos si la venta es legalmente posible o legalmente practicable.
- El depositario podrá vender toda parte de la propiedad recibida para pagar los impuestos gubernamentales.
- El depositario podrá entregar nuevas ADS al tenedor o pedir el intercambio de su ADS existente por uno nuevo, si llegase a ocurrir un cambio sus ADS podrían llegar a representar el derecho de la propiedad recibida o intercambiada con respecto a las *Shares* comunes mantenidas en depósito.
- El depositario podrá crear ADS en nombre del tenedor o en nombre del comisionista del tenedor, *Shares* comunes con el custodio.
- El depositario enviará esas ADS a las personas que el tenedor indique solamente después que este pague cualquier comisión o cargo con respecto a la emisión aplicable y al pago de impuestos.

- La emisión de ADS podrá suspenderse hasta el momento en que el depositario reciba la confirmación en la cual todos los requisitos suministrados han sido aprobados y que las *Shares* comunes han sido transferidas.
- Si alguna de las representaciones o garantías están incorrectas de cualquier forma el depositario podrá a costas y a expensas del tenedor tomar cualquier clase de acciones necesarias para corregir los errores.
- Si el tenedor mantiene una ADR registrado en nombre suyo el depositario tendrá el derecho de preguntarle a este para que provea la prueba de su identidad y la veracidad de cualquier firma u otro documento que el depositario considere conveniente antes de cancelar el ADS.
- El depositario deberá notificar al tenedor sobre los asuntos tratados en la asamblea de accionista junto con la información de las instrucciones dadas para ejercitar el voto.
- El depositario estará obligado a votar de acuerdo a las instrucciones dadas al tenedor.
- El depositario deberá dar notificación previa de 30 (treinta) días ante de la terminación del contrato al tenedor.

- Después de transcurrido un período de seis (6) meses el depositario tiene el derecho de vender las *securities* mantenidas en depósito.
- El depositario deberá mantener registros de los tenedores de ADS en su oficina, el tenedor podrá inspeccionar estos registros en la oficina del depositario durante horas regulares de negocio; sin embargo, la inspección no se llevará a cabo para comunicarles a los otros tenedores de ADR el interés de un negocio u objeto diferente al del nuestro negocio o en materia relacionada con el contrato de depósito.
- El depositario deberá mantener una oficina en Nueva York en donde estén las constancias de registros y procesos con relación a la emisión, cancelación, combinación, división y transferencias de los ADR. Estas oficinas podrán estar cerradas de tiempo en tiempo sin sobrepasar los límites que determine la ley.
- El depositario está obligado a tomar solamente las acciones especificadas en el contrato de depósito sin negligencia o mala fe.
- El depositario no será responsable por los errores que se hayan cometido en relación a las instrucciones de voto, por la forma en las cuales los votos fueron contado, o por los efectos que se produzcan de cualquiera de ellos,

presumiendo que el depositario actuó de buena fe y en concordancia con los términos del contrato de depósito.

- El depositario no será responsable por los errores de cualquier distribución o acción que pueda ser razonablemente practicable, por el contenido de cualquier información suministrada por nosotros para la distribución a los tenedores o por cualquier traslado de la distribución, por cualquier riesgo de inversión asociada con ésta sobre la emisión de *Shares* comunes, por la validez de las *Shares* comunes, o por cualquier acto relacionado con los impuestos que provengan de la propiedad del tenedor de la ADS, por los (*credit – worthiness*) de un tercero, por permitir cualquier derecho que se suspenda bajo los términos del contrato de depósito, por la tardía notificación o por la imposibilidad de notificar.
- El depositario no está obligado a desarrollar ningún acto que sea inconsistente con los términos del contrato de depósito.
- El depositario renunciará a cualquier responsabilidad o prohibición proveniente de cualquier regulación legal, de lo que provea cualquiera de nuestros capítulos o *securities* referente al depósito o que provenga de cualquier acto de guerra o de Dios que esté fuera de nuestro control.

- El depositario renunciara por razón en el ejercicio o falla para ejercitar cualquier discreción dada en el contrato de depósito o por cualquier capítulo estipulado de las *securities* en depósito.
- El depositario renunciara a cualquier responsabilidad futura por cualquier acción u omisión en relación con el aviso o la información recibida del asistente legal, contadores, o cualquier persona que presente *Shares* comunes por depósito, o cualquier tenedor de ADS o por representantes autorizados de estos, o cualquier persona que se presume que actúo con buena fe por cualquiera de las partes y que sea competente para dar ese aviso o información.
- El depositario renunciara a cualquier responsabilidad por la inhabilidad del tenedor para beneficiarse de cualquier distribución, oferta, derechos y cualquier otro beneficio el cual esté disponible a los tenedores de la *Shares* comunes pero no estará disponible bajo los términos acordados en el contrato de depósito.
- El depositario podrá transmitir sin ninguna responsabilidad cualquier notificación escrita, requerimiento u otro documento presuntamente genuino o que ha sido firmado o presentado por alguna de las partes.

- El depositario podrá, en ciertas circunstancias, emitir ADS antes de recibir las *Shares* comunes en depósito o librar *Shares* comunes antes de recibir ADS.
- En el contrato de *underwriting* el depositario en este caso el vendedor de los ADR se comprometerá a vender dichas ADR a los *underwriters*.
- El depositario, que en el contrato *underwriting* es el vendedor de los ADR, deberá indemnizar a los *underwrites* de los Estados Unidos de Norteamérica y a los *managers* internacionales con relación a ciertas responsabilidades bajo el acto de *securities (securities acts)*.
- El depositario esta obligado a no vender ni transferir cualquier *Shares* por 180 días después de la fecha de la realización del documento (prospectus), sin antes obtener un consentimiento por escrito del *underwriters*.

2.2.3 El Custodio

- El custodio tiene la obligación de custodiar las *securities* dadas en depósito.
- El custodio deberá ser instruido para entregar las acciones que serán reembolsadas en contra del pago del precio aplicable al reembolso.

- La emisión de ADS podrá suspenderse hasta el momento en que el custodio reciba la confirmación en la cual todos los requisitos suministrados han sido aprobados y que las *Shares* comunes han sido transferidas a él.

2.2.4 Los Tenedores

- El tenedor de la ADS hace parte del contrato de depósito por consiguiente se ligara con sus condiciones y por las de las ADR.
- El tenedor elegirá un depositario para que actúe su nombre en ciertas circunstancias, aclarando que el contrato de depósito y los ADR estarán regidos por la Ley de Nueva York.
- El tenedor podrá ser representado bien sea por un ADR registrado al nombre del dueño o por un comisionista de bolsa o *Safekeeping Account*.
- Si el tenedor registra sus ADS a nombre de su comisionista de bolsa o *Safekeeping Account* deberá aceptar los procedimientos que este decida con respecto a sus derechos como dueño de la ADS, por lo tanto es importante que consulte con su comisionista de bolsa respecto de cual son los procedimientos a seguir.

- El tenedor como dueño de una ADS tendrá derecho a recibir la utilidad sobre las acciones depositadas en el banco custodio y podrá recibirlas de acuerdo con las condiciones establecidas en el contrato de depósito en proporción al número de ADS registrada al momento de la distribución.
- El tenedor tendrá derecho a que el depositario acuerde la manera en que los fondos se conviertan en dólares para que le sean distribuidos.
- El tenedor tendrá derecho a que el depositario le deduzca de las utilidades recibidas en efectivo los conceptos de comisiones, expensas, impuestos y cargos gubernamentales que este ha pagado según los términos del contrato de depósito.
- El tenedor deberá pagar expensas, comisiones, impuestos u otras cargas gubernamentales para la suscripción de nuevos ADS sobre el ejercicio de sus derechos.
- El tenedor será responsable por la buena transferencia y del título válido al depositario, cuando el tenedor hace un depósito de *Shares* comunes.
- El tenedor será forzado para pagar una garantía que contenga:

- Que los *Shares* comunes estén debidamente autorizadas, validamente admitidas, pagadas totalmente (non – assessable) y legalmente obtenidas.
 - Todos los privilegio sobre los derechos, con respecto a las *Shares* comunes han tenido que ser validamente renunciado o ejercitados.
 - El tenedor esta debidamente autorizado para depositar los *Shares* comunes.
 - Las *Shares* comunes presentadas para depósito están libre y claras de cualquier carga, intereses legales, cargos, gravamen o un tercero reclamador y no tendrán restricciones legales (como se encuentran definidas en el contrato de depósito); y
 - Las *Shares* comunes presentadas para depósito no han sido fraccionadas de ningún derecho o privilegios.
-
- El tenedor tendrá derecho de presentar su ADS al depositario en la oficina del custodio. Para cancelar y recibir la correspondiente cantidad de *Shares* comunes descritas

 - La habilidad del tenedor para retirar las *Shares* comunes podrá estar limitada por la ley de Estados Unidos de Norteamérica o Brasil aplicable al tiempo de retiro.

- El tenedor asumirá el riesgo de la entrega de todos los fondos y aspectos de la legalización del retiro.
- Para retirar las *Shares* comunes representadas por sus ADS el tenedor será requerido para el pago al depositario de las comisiones por la cancelación del ADS y cualquier cargo e impuesto pagable respecto de las transferencias de cancelación del ADS y cualquier cargo e impuesto pagable respecto de las transferencias de las *Shares* comunes que están siendo retiradas.
- El tenedor tendrá el derecho de retirar las securities representadas por su ADS a cualquier tiempo.
- El tenedor tendrá el derecho en relación con el contrato de depósito de instruir al depositario para que ejerce el derecho al voto.
- El tenedor será responsable de pagar las comisiones y las expensas en las que incurra el depositario y ciertos impuestos y cargos gubernamentales como los siguientes:
 - Comisiones y expensas en las que ha incurrido el depositario en conexión con la regulación de control de intercambios, y otras regulaciones aplicables a las *Shares* comunes ADS y ADR.

- Gastos incurridos en la conversión de la moneda extranjera en dólares.
 - Cable, telex y transmisiones de fax y costos de envío como están determinadas en el contrato de depósito; e
 - Impuestos y obligaciones sobre la transferencia de (securities) cuando las *Shares* comunes son depositadas o retiradas del depósito.
-
- El tenedor tendrá derecho a recibir una notificación previa de cualquier cambio en la cantidad que se le requiera para pagar.
 - El tenedor estará ligado por las modificaciones del contrato de depósito si continúa teniendo el ADS después de las modificaciones el contrato de depósito será efectivo.
 - Por el período de seis meses después de la terminación del contrato el tenedor deberá estar dispuesto para requerir la cancelación del ADS y el retiro de las acciones comunes representadas por el ADS del tenedor y el envío de todas las demás propiedades en poder del depositario con respecto a las acciones comunes en los mismos términos a los que se establecen en la terminación del contrato.

2.3 DERECHO AL VOTO:

El derecho al voto es la facultad que tiene el depositario en relación con el contrato de depósito para votar las *Shares* comunes representadas por las ADS. El ejercicio del derecho al voto de los tenedores se encuentra establecido en el capital accionario que se ha conformado en el contrato de depósito.

Se ejercita de forma directa por el tenedor quien tiene la facultad de instruir al depositario siempre y cuando las instrucciones sean dadas a tiempo a éste; de lo contrario el depositante instruirá a una persona designada por la entidad brasilera que realiza el depósito.

Respecto del derecho al voto surgen las siguientes obligaciones:

- El tenedor tendrá la obligación de instruir a tiempo al depositario para que ejercite el derecho al voto de las *Shares* comunes representadas por sus ADS.
- El depositario tendrá la obligación de ejercitar el derecho al voto de acuerdo con las instrucciones dadas por el tenedor.
- El depositario esta obligado a informar al tenedor lo sucedido en la asamblea general de accionistas.

3 TITULARIZACIÓN DE TÍTULOS VALORES EN COLOMBIA

3.1 TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS

Los procesos de titularización de activos son aquellos en los cuales la empresa comercial encargada de desarrollar un objeto social, cualquiera que sea, transfiere una cierta cantidad de activos a una entidad fiduciaria debidamente autorizada para que esta constituya un patrimonio autónomo, para que con este se obtengan recursos líquidos, ya sea para financiar las actividades empresariales de quien hizo la transferencia de los títulos valores, conformando así una garantía específica en la colocación de dichos títulos, para el mercado financiero indicado y destinado a respaldar la inversión de determinados inversionistas o beneficiarios.

3.1.1 Activos Titularizables:

- Títulos de deuda pública.
- Títulos inscritos en el registro Nacional
- Documentos de Crédito
- Cartera de Crédito:

3.1.1.1 Carteras de crédito:

La característica de las carteras de crédito de acuerdo al artículo 1.3.4.1 de la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, establece que estas deberán indicar la categoría o combinación de categorías a la que corresponden los créditos, conforme a las normas sobre evaluación de cartera expedidas por la Superintendencia Bancaria.

El cumplimiento de esta obligación será certificada por el Revisor Fiscal de la respectiva entidad financiera.

3.1.1.2 Activos inmobiliarios:

En atención a la Resolución anteriormente citada, el objetivo principal de la transferencia que se realiza en la titularización de un activo inmobiliario consiste principalmente en que dicha transferencia se convierta en valores mobiliarios. Esto se logra constituyendo un patrimonio autónomo el cual podrá emitir títulos de contenido crediticio, de participación o mixtos, dependiendo de las necesidades del empresario.

3.1.1.3 Productos Agropecuarios y Agroindustriales:

La titularización de esta clase de productos según la Resolución 822-1 de 1999 tiene por objetivo la transferencia de dichos productos a un patrimonio autónomo

con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios emitiendo títulos valores de contenido crediticio, de participación o mixtos.

Siguiendo los objetivos que buscan los procesos de titularización, específicamente, en esta clase de productos, la entidad fiduciaria se deberá sujetar al cumplimiento de los siguientes requisitos, con fundamento a la Resolución ya citada en su artículo 3º :

- Existencia de una valoración de los productos agropecuarios y agroindustriales.
- Los productos en mención deberán estar libres de gravámenes condiciones resolutorias o limitaciones de dominio.
- Los valores emitidos en estos procesos deberán inscribirse en la bolsa de valores y además podrán ser negociados en las bolsas agropecuarias a través de los intermediarios.

3.1.1.4 Rentas y Flujos de Caja:

El flujo de caja es la forma válida de administrar el capital de trabajo. Por medio de este se efectúa el funcionamiento de una empresa.

La Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, determina que el Flujo de caja es generado por los bienes o activos titularizables, mencionados anteriormente.

3.1.2 Títulos valores:

De conformidad con el Artículo 619 del Código de Comercio, los títulos valores *“son documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora.”*²⁹

Vale la pena recordar que los títulos valores se originaron en la época de las cruzadas, cuando renace el comercio; ya que ante la pobreza generalizada de la época y el auto consumismo no existía moneda, razón por la cual la mejor forma de promover los productos era a través de operaciones de crédito.

En atención a lo anterior, el crédito se convirtió en un sustituto del dinero ya que era la forma de obtener una cosa sin la necesidad de pagar por ella

²⁹ CODIGO DE COMERCIO, Op. Cit., Artículo 619

inmediatamente. Fue así como las obligaciones de los compradores respecto de los vendedores a comenzaron a ser documentadas en un papel.

Estos documentos empezaron a circular entre los comerciantes al igual que el dinero, convirtiéndose así en sustitutos de este. Por tal razón los títulos valores son, obligaciones que por naturaleza circulan, documentos que prueban obligaciones y que son incausados, es decir que por esto se diferencian de una obligación corriente debido a su autonomía.

En virtud de lo anterior los títulos valores por sí mismos generan obligaciones divinitas a las que se quieren pagar con ellos, por lo tanto son; un derecho que consta en un documento que esta para ser transferido, que por si mismo puede ejercer ese derecho y que tiene por finalidad extinguir una relación jurídica subyacente.

La ley de circulación de los títulos valores es el conjunto de los requisitos materiales que se deben literalizar en el título valor, para adquirir validamente el título.

La obtención legítima del título valor exige el cumplimiento de ciertos requisitos formales que deben constar en el documento, y que al ser desarrollados de la literalidad cambiaria determinan el alcance y límites del derecho que puede exigir

el tenedor del documento, siempre que no haya sido parte en una causa eficiente o final que afecte su derecho cartular.

“Estas especiales características permiten afirmar que tales requisitos constituyen la causa material de la circulación o adquisición, razón por la cual la ley positiva lo regula de formas especial denominándolos ley de circulación del título valor.”³⁰

Es importante resaltar que en la ley de circulación del título valor es obligatorio que se cumpla con el principio cartular de la necesidad el cual consiste en la relación existente entre derecho y el documento que se genera por la literalidad.

Los títulos valores según su ley de circulación son:

3.1.2.1 Títulos Valores a la orden:

La promesa y la orden debidamente literalizadas generan el compromiso de cumplir con el derecho mencionado en los documentos.

En sus orígenes el emisor se obligaba para con la persona inicialmente designada; por esto es claro que desde sus orígenes históricos, el significado del título valor a la orden, es que el obligado se compromete con la persona inicialmente

³⁰ GARCIA MUÑOZ,, Op. Cit. Pág. 111.

mencionada o para con aquella a quien esa primera ordene, o mejor aún, desde el momento de la emisión, esta consintiendo que el derecho sea transferido.

El título valor a la orden debe cumplir con ciertos requisitos que son los consagrados en el artículo 651 del Código de Comercio, indicando que son títulos valores a la orden aquellos que desde su creación se han expedidos a favor de determinada persona y que contenga la indicación de ser “*A la orden* “ “*Transferible por endoso* “ “*Negociable* “o que se mencione que se trata de una letra de cambio, pagaré, bono, factura cambiaria, etc.

Respecto de su circulación, estos títulos valores deben cumplir con dos requisitos:

El endoso: Dice el Doctor José Alpiniano García Muñoz en su libro de títulos Valores una vez reunidos los requisitos materiales para que el título valor sea a la orden, el único primer tenedor que puede reputarse legítimo, es aquel a cuyo favor aparece emitido, el mismo que está inicialmente facultado por la cláusula inserta para “*Ordenar* “ que el derecho literalizado se cumpla a persona distinta. Tal orden se conoce con el nombre de endoso.

Este primer requisito sirve para que un tenedor distinto al inicial beneficiario pueda reputarse legítimo.

La continuidad de firmas: Su razón de ser radica en la necesaria secuencia literal que ha de aguardar la circulación del Título.

La continuidad consiste en que el título valor que ha circulado, deben aparecer las firmas del beneficiario inicial y de cada uno de los endosatarios excepto del último tenedor (Artículo 654 del Código de Comercio.)

3.1.2.2 Títulos valores nominativos:

De acuerdo con el artículo 648 del Código de Comercio, son títulos en los cuales siempre aparece indicado el nombre del tenedor legítimo en el texto del documento y además, el emisor lleva un libro en el que se registra el nombre del tenedor cualquiera que sea la causa eficiente de tal tenencia.

Adicionalmente estos títulos valores para su legítima circulación requieren de dos requisitos:

(a) Endoso: Presenta una diferencia radical respecto de los títulos a la orden; ya que mientras en los primeros, el endoso puede hacerlo cualquier endosatario, mientras que el título valor nominativo, solo podrá ser endosado por quien aparece como beneficiario en el texto del mismo.

(b) Notificación del endoso al emisor del Título (inscribir al endosatario en un libro de registro que se lleva para tal fin) y expedirle un nuevo título en el que su nombre figure como beneficiario. Para el registro y la emisión de un nuevo título se notificara la transferencia una vez endosado el título y se registrará en el respectivo libro, posteriormente se emitirá un nuevo título en el que el adquirente aparezca como beneficiario.

El título valor presentado, en el que consta la transferencia deberá ser destruido o cancelado de acuerdo a lo estipulado en el artículo 406 del Código de Comercio.

3.1.2.3 Título valor al portador:

En estos títulos valores el obligado cartular promete cumplir el derecho a cualquier persona al igual que en los títulos a la orden; sin embargo en estos la indeterminación de la acreedor es aún mayor, pues así el acreedor haya sido parte en la conclusión del contrato causal de la emisión, nunca es necesario determinarlo en el texto del documento.

Los requisitos de un Título valor al portador están establecidos en el artículo 668 del Código de Comercio y son:

- (a) Indicar que son los que en la redacción no mencionan a un beneficiario acreedor determinado
- (b) Contener la indicación de ser “ al portador “

3.1.3 Títulos de deuda pública:

De acuerdo al libro de Juan Camilo Restrepo “*Hacienda Pública*“ plantea tres hipótesis en relación a la deuda pública, que son³¹:

- La deuda pública que grava a los Ahorradores quienes son los que transfieren activos al Gobierno a través del crédito público, no se debe considerar deuda pública como tal, ya que los Ahorradores reciben como contraprestación es un interés o remuneración por el monto transferido a l Gobierno.
- La deuda Publica que grava a las generaciones futuras, bajo el argumento que las generaciones actuales obtiene créditos que serán pagaderos a las generaciones siguientes. Esto tampoco deberá ser considerado como deuda pública ya que una deuda pública se contrae y se paga en una misma generación.

³¹ RESTREPO, Juan Camilo. *Hacienda Pública. Bogotá: Temis. 1998. Pág. 75*

- La deuda pública debe ser pagada por los contribuyentes, ya que el Estado cuando tiene determinada cantidad de créditos los puede pagar con la garantía de anticipos tributarios, y el reembolso de esos créditos y de los intereses, solo podrán provenir por el incremento de las tasas impositivas.

De acuerdo a la Resolución 400 de 1995 Art. 1.3.10.4 Títulos de deuda pública. Los procesos de titularización estructurados a partir de los títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación o por el Banco de la República no requerirán de la presencia de mecanismos de garantía, ni de la previa calificación de los nuevos valores.

La Resolución 24 de 1998, de la Junta Directiva del Banco de la República, en su artículo 1º sostiene *“la Presente resolución reglamenta las operaciones de Mercado Abierto que realiza el Banco de la República para regular la liquidez de la economía mediante la compra y venta de títulos de deuda pública”*.

En los términos de la misma resolución y de las hipótesis planteadas anteriormente, se debe entender por Títulos de Deuda Pública, todos aquellos emitidos por una entidad Pública de orden Nacional, Municipal y Departamental, que busca con dicha emisión conseguir recursos para el financiamiento gubernamental. Objetivo que puede ser desarrollado de dos formas:

- Creación de Impuestos.
- Empréstitos:

Títulos inscritos en el registro nacional de valores

El mercado público de valores es el medio en el cual circulan todos los títulos valores que pueden estar dirigidos a una o a varias personas, motivo por el cual, la ley comercial para mayor seguridad ordena la inscripción en el registro nacional de valores, la cual esta a cargo de la Superintendencia de Valores.

La finalidad de la inscripción en el registro nacional de valores consiste según el Doctor José Alpiniano García Muñoz garantizar una mayor transparencia y seguridad en el mercado, gracias a su carácter pública que permite a cualquier persona consultarlo.

3.1.4 Sujetos intervinientes:

3.1.4.1 El originador:

De acuerdo con la Resolución 400 de 1995 en su artículo 1.3.3.1, establece: se considera como tal una o mas personas que transfieran los bienes o activos bases del proceso de titularización, cuya presencia no resulta esencial en los procesos estructurados a partir de la conformación de fondos comunes especiales o fondos de valores.

El Doctor José Alpiniano García, en su libro *“Contratos Comerciales”*, define a este sujeto como *“Persona que inicia el proceso de titularización, esto es, la que transfiere en fiducia los títulos valores, créditos, proyecto inmobiliario, inmueble o flujo de caja que en principio constituye el activo propio del patrimonio autónomo.*

*En otras palabras es originador la persona que obtiene los recursos necesarios para financiar su actividad empresarial o un proyecto específico, que desde el punto de vista económico puede ser el fideicomitente, o el constituyente; es decir el empresario”.*³²

3.1.4.2 Agente de manejo:

Según la Resolución 400 de 1995 expedida por la superintendencia de Valores, en su artículo 1.3.3.1, establece: es quien como vocero del patrimonio autónomo, emisor de los valores, recauda los recursos provenientes de dicha emisión y se relaciona jurídicamente con los inversionistas en virtud de tal vocería, conforme a los derechos incorporados en los títulos.

La función de este sujeto, de acuerdo al libro de Contratos Comerciales del Doctor José Alpiniano García, corresponde a *“es la función que corresponde al fiduciario*

³² GARCÍA MUÑOZ, José Alpiniano. *Contratos Comerciales*. Notas para clase magistral. Universidad de La Sabana. 1999. Sin paginar

*en el contrato de fiducia; es decir las Sociedades fiduciarias y los Comisionistas de Bolsa”.*³³

3.1.4.3 La administradora:

De conformidad con la Resolución 400 de 1995 en su artículo 1.3.3.1, establece: es la entidad encargada de la conservación, custodia y administración de los bienes o activos objeto de la titularización, así como el recaudo y transferencia al agente de los flujos provenientes de los activos.

Puede obtener esta calidad la originadora misma, el agente de manejo o una entidad diferente; es decir un tercero experto en la materia a desarrollar. En cualquier caso, la actuación de la administradora no exonera de responsabilidades al agente en la realización diligente de los actos necesarios para la consecución de la finalidad de los procesos de titularización.

³³ *Ibíd.*

La colocadora:

Según la Resolución 400 de 1995 en su artículo 1.3.3.1, establece: es la entidad que facultada por su objeto social, puede actuar como suscriptor profesional o *Underwriter*, conforme al régimen legal pertinente. La existencia de esta entidad no es esencial en los procesos de titularización, toda vez que la emisión pueda ser colocada directamente por el agente de manejo celebrando al efecto un contrato de comisión.

De acuerdo a lo anotado en el libro de Contratos Comerciales del Doctor José Alpiniano García Muñoz, el colocador “ es la persona que teniendo capacidad jurídica para ello, actúa como intermediario entre el patrimonio autónomo y los inversionistas con miras a mercadear o promocionar la financiación que se busca realizar con la fiducia; es decir que puede ser colocadora todas aquellas sociedades fiduciarias autorizadas por la superintendencia bancaria”.³⁴

3.1.4.4 Agente estructurador:

De acuerdo a lo mencionado por el Doctor José Alpiniano García Muñoz en su libro “*Contratos Comerciales*” este sujeto es “*experto en el diseño jurídico y financiero de este tipo de contratos. En atención a que la ley autoriza a las sociedades fiduciarias y a los comisionistas de bolsa para prestar este servicio de*

*asesoría financieras es injustificable la presencia de este nuevo sujeto. La única explicación parece radicar en el hecho de que en el tráfico se tiende a entender que las corporaciones financieras son las entidades del sector financiero que cuentan con la experiencia en esa área para realizar tal diseño”.*³⁵

Es decir que desde el punto de vista económico dicho agente podrá ser una Corporación financiera, un comisionista de bolsa o una sociedad fiduciaria.

3.1.4.5 Inversionista:

Es inversionista la persona que entrega al patrimonio autónomo el dinero necesario para financiar la actividad empresarial o proyecto específico del originador; es decir el beneficiario del contrato de fiducia.

Los derechos mínimos del inversionista de acuerdo al libro Contratos Comerciales del doctor García Muñoz son:

- Exigir los rendimientos por la inversión realizada en el patrimonio autónomo.
- Recibir la suma de dinero inicialmente invertida.

³⁴ *Ibíd.*

³⁵ *Ibíd.*

De conformidad con el artículo 1.3.1.5 de la Resolución 400 de 1995 de la supervalores los derechos de los inversionistas estarán literalizados en los títulos valores. La razón de esta exigencia radica, de acuerdo al doctor José Alpiniano García Muñoz en su libro *“Contratos Comerciales en que facilita a cualquier inversionista, la recuperación de la inversión realizada con tan solo negociar tal documento mediante los ágiles procedimientos establecidos en el estatuto comercial”*.³⁶

3.2 PATRIMONIO AUTÓNOMO

El Artículo 1226 del Código de Comercio establece que al momento en que el fideicomitente transfiere al fiduciario o entidad fiduciaria los bienes o derechos objeto del contrato de fiducia, la fiduciaria adquiere el dominio de los bienes traditados y se convierte en acreedora de los derechos personales transferidos.

El Artículo 1234 del Código de Comercio, establece que el fiduciario no tiene la capacidad para transferir o gravar los bienes fideicometidos con la autonomía o libertad de un propietario, pero aclarando que cualquier negocio jurídico que realice respecto de esos bienes, solo será válido legalmente cuando se realizare para la consecución de la finalidad de la fiducia, por lo tanto si se llegara a realizar

³⁶ *Ibíd.*

cualquier negocio jurídico en contravención al artículo anteriormente citado el fiduciario según los artículos 1235 y 1236 inciso quinto del código de comercio.

Es así, que el Artículo 1238 primer inciso del Código de Comercio nos permite deducir que los bienes o derechos objeto de la fiducia tampoco pertenecen al fideicomitente, pues es esencial al contrato de fiducia que el fideicomitente transfiera la titularidad de estos, dejando de aparecer en su patrimonio.

En virtud de lo anterior, los bienes objeto de la fiducia que conforman el patrimonio autónomo carecen de titular. Lo prescrito en los artículos anteriores puede ser confirmado con lo expuesto por el doctor García en su libro Contratos Comerciales así: “Al fiduciario, supuesto propietario, se le prohíbe actuar como tal; el fideicomitente o fiduciante, por su parte, los ha transferido, y ya no figuran en su patrimonio. Tales bienes o derechos están en una especie de limbo jurídico dado a que a nadie pertenecen”.³⁷

Para ser mas claro sobre este punto el Artículo 1233 del Código de Comercio establece que para todos los efectos legales, los bienes fideicometidos deberán mantenerse separados del resto del activo del fiduciario y de los que correspondan a otros negocios fiduciarios, y forman un patrimonio autónomo afecto a la finalidad contemplada en el acto constitutivo.

³⁷ *Ibíd.*

De esta forma se origina un patrimonio autónomo en el cual surgen un conjunto de derechos y obligaciones que constituyen una universalidad jurídica.

En el caso que nos ocupa, los activos que se transfieren en fiducia para la constitución del patrimonio autónomo serán los que respalden la inversión. Este patrimonio esta constituido por derechos y deudas, en este sentido el doctor García expone “desde el punto de vista contable estos comportan un conjunto de activos y pasivos que se reflejan en el balance; los activos son aquellos derechos transferidos por el fideicomitente al fiduciario en virtud del contrato de fiducia sobre este aspecto el Artículo 1236 primer inciso del Código de Comercio

establece la naturaleza de la fiducia en cuanto permite al fiduciante reservarse los derechos que surjan sobre los bienes fideicometidos para ejercerlos directamente, por lo tanto las utilidades que se produzcan entraran a incrementar los derechos o activos del patrimonio autónomo”.

De acuerdo con el Artículo 1227 del Código de Comercio establece que las deudas que conforman el patrimonio autónomo reflejadas en el pasivo de su balance son las obligaciones contraídas en el cumplimiento de la finalidad perseguida con el contrato de fiducia. Haciendo un análisis de este artículo tales créditos son los únicos que se hacen efectivos sobre los activos del patrimonio.

Para ser mas claros el Artículo 2488 del Código Civil establece que el patrimonio autónomo es el deudor de tales obligaciones, por esta razón los acreedores tendrán el derecho de perseguir su ejecución sobre todos los bienes raíces o muebles que conforman su activo.

Finalmente, una vez constituido el patrimonio autónomo la sociedad fiduciaria procederá a emitir títulos valores que serán colocados en el mercado primario. Los recursos así obtenidos se entregaran a la empresa que constituyo tal patrimonio.

Resumiendo lo anterior se puede establecer que lo que conforma al patrimonio autónomo en la titularización de títulos valores es:

ACTIVO	PASIVO
Títulos Valores transferidos Por el originador \$100.000.000.	PATRIMONIO Valor nominal del título valor \$100.000.000.

CRITICA

La Resolución 400 de 1995 en su artículo 1.3.1.2 establece como vías jurídicas para llevar a efecto el proceso de titularización las siguientes:

- Contratos de fiducia mercantil irrevocables, utilizando o no el mecanismo de fondos comunes especiales.
- Constitución de fondos de valores.
- Constitución de fondos comunes ordinarios.

Se entiende por fiducia mercantil irrevocable aquella que no permite al constituyente revocar la transferencia en fiducia, puesto que no se ha reservado esa facultad en el contrato de fiducia.

Respecto de la clasificación de los fondos comunes en fondos de inversión y de valores, los primeros son gestionados por sociedades fiduciarias que de acuerdo al artículo 29 numeral 2º del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), el cual define al fideicomiso de inversión como todo negocio fiduciario que celebre las entidades fiduciarias con sus clientes, para beneficio de estos o de los terceros designados por ellos, en el cual se consagre como finalidad principal o se prevea la posibilidad de invertir o colocar a cualquier suma de dinero, de

conformidad con las instrucciones impartidas por el constituyente y con lo previsto en el Estatuto en mención.

De lo anterior podemos extraer como elementos esenciales los que alude el doctor García Muñoz *“un cliente fideicomitente o inversionista, transfiere activos al fiduciario; acuerdan como finalidad principal o eventual “invertir o colocar dinero”; la inversión se hará de conformidad con las instrucciones impartidas por el constituyente.*

*En virtud de lo anterior es lógico que se produce el efecto esencial de la fiducia: se constituye un patrimonio autónomo con los bienes transferidos”.*³⁸

Los fondos de valores son patrimonios autónomos cuya gestión esta a cargo de un comisionista de bolsa. Salvo esta diferencia unos y otros son idénticos dado que su finalidad, activos y pasivos son similares

Las operaciones realizadas en el fondo común ya sea de valores o de inversión son similares, puesto que tanto fideicomitente o el inversionista aceptan lo estipulado en el contrato y realizan la transferencia del dinero respectivo al fiduciario, razón por la cual dicho fiduciario adquiere un determinado número de títulos valores que conformarán los activos del fondo; es decir ya sea en una o en otra operación se da la transferencia de títulos valores, la diferencia esta en el orden en que son entregados.

En conclusión es innecesaria la clasificación de vías jurídicas para la titularización que establece la Resolución 400/95 entendiendo que la vía única que ha debido establecer es la realización de contratos de fiducia de titularización de títulos valores.

A través de este mecanismo de reestructuración definido en el Art. 1.3.2.1 de la Resolución 440/95 los fideicomitentes transfieren los bienes que constituirán la base del proceso de titularización, o las sumas de dineros destinadas a la adquisición de bienes que harán parte del patrimonio autónomo.

En desarrollo del contrato la fiduciaria siempre actuará en representación del patrimonio autónomo, emitirá los títulos movilizados, recaudará los fondos provenientes de la emisión y además se vinculará jurídicamente en virtud de la representación con los inversionistas de acuerdo a los derechos incorporados en los títulos. Es importante mencionar que de manera adicional a las cláusulas del contrato de fiducia mercantil se deberán incluir las necesarias o relativas a los mecanismos de seguridad del proceso consagrados en esta Resolución. (Circ. Ext. 17 de 1994).

³⁸ *Ibíd.*

3.3 FIDUCIA IRREVOCABLE PARA LA TITULARIZACION DE TÍTULOS

VALORES:

En relación con lo anteriormente mencionado; el empresario necesita captar recursos financieros, dicho empresario podrá ser:

- El tenedor del título valor de deuda pública, que a su vez puede ser:
 - Fondos de Valores.
 - Fondos de pensiones y cesantías.
 - Fondos de seguros.

Los anteriores tenedores son los más comúnmente llamados inversionistas institucionales.

- Tenedor de títulos valores registrados en el registro nacional de valores:

El tenedor registra dicho título valor con la finalidad que los inversionistas conozcan su capacidad financiera y demás calidades que ostenta al momento de la emisión de dichos títulos.

(a) Tenedor del título valor negociado en la bolsa.

(b) Los de las grandes y sólidas empresas.

(c) Un emisor de títulos:

- Bonos.
- Pagares.
- Acciones.

3.4 DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN DEL ORIGINADOR:

El denominado originador puede ser aquel empresario institucional, que pretende captar del mercado financiero recursos económicos para un fin determinado, operación en la cual puede acudir a dos vías:

- Creación de impuestos.
- Empréstitos: esto a su vez pueden ser de dos clases:
 - (a) Nacionales: Coloca títulos valores por medio del Banco de la República.
 - (b) Extranjeros: Emite títulos valores por medio de una entidad fiduciaria encargada de realizar las operaciones de captación y colocación en los mercados internacionales financieros.

Esta operación la podemos ver reflejada en los siguientes balances:

3.5 TÍTULOS VALORES EMITIDOS

3.5.1 Títulos corporativos o de participación:

De acuerdo a la Resolución 400 de 1995 en su artículo 1.3.1.5 los define:

Son aquellos en los cuales el inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio conformado por los activos objeto de movilización. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genere el negocio objeto del contrato.

En este sentido el doctor García Muñoz en su libro Contratos comerciales los define *“como títulos-valores que confieren derechos similares a los del accionista ordinario de una sociedad anónima: “participa en las utilidades o pérdidas que genere el negocio objeto del contrato”.*

*El inversionista recibirá un monto por concepto de rendimiento de su inversión cuya cuantía se desconoce: podrá ser una cantidad alta, baja o hasta inexistente. Dependerá de los buenos, normales o malos resultados económicos de la gestión del patrimonio autónomo. Al igual que los rendimientos, la restitución del capital invertido no está asegurada porque también dependerá de que la gestión del patrimonio autónomo genere los recursos suficientes para ello”.*³⁹

Esta operación la podemos ver reflejada en los siguientes balance

³⁹ Ibídem..

3.5.2 Títulos de contenido crediticio:

La Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, establece en su artículo 1.3.1.5, que son aquellos en los cuales se incorpora el derecho a percibir la cancelación del capital y de los rendimientos financieros en los términos y condiciones señalados en el título. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos.

El doctor José Alpiniano García Muñoz define a los títulos valores de contenido crediticio como aquellos que “confieren derecho a percibir una suma fija previamente determinada a título de rendimientos, además de la restitución del principal invertido. En principio podría pensarse que, a diferencia de los corporativos o de participación, los derechos del inversionista que adquiere un título-valor de contenido crediticio están asegurados. Tal afirmación no es cierta: como los activos del patrimonio “respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas”, siempre que tales activos sean suficientes el inversionista recuperará su principal y recibirá los rendimientos establecidos. Sin embargo,

cuando tales activos no alcancen para pagar uno u otros, el inversionista verá frustrados sus derechos.”⁴⁰

Esta operación la podemos ver reflejada en los siguientes balances.

3.5.3 Títulos mixtos

En su artículo 1.3.1.5, la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, establece que son aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un título de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación.

De acuerdo a lo expuesto por el doctor García en su libro Contratos Comerciales define a “los títulos valores mixtos, al igual que los corporativos o de participación, no determinan el monto que recibirá el inversionista a título de rendimiento, pero si le garantizan un mínimo máximo por tal concepto”.⁴¹

⁴⁰ *Ibíd.*

⁴¹ *Ibíd.*

3.6 PLAZOS

Según la Resolución 400 de 1995 en su artículo 1.3.1.8. dice que el plazo de El plazo de redención final de los títulos no será inferior a un (1) año. No obstante podrán efectuarse amortizaciones parciales a término inferior a un (1) año, siempre que la sumatoria de las mismas no supere el 30% del valor del capital del título. La Superintendencia de Valores podrá autorizar títulos con redención inferior o con amortizaciones parciales que superen el porcentaje mencionado, cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran.

El plazo máximo de redención de los títulos no podrá superar el plazo del contrato que dio origen a la conformación del patrimonio o del fondo de valores.

3.7 REQUISITOS ESPECIALES

Según el Artículo 1.3.1.6. de la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, los documentos emitidos como resultado de procesos de titularización tendrán el carácter y prerrogativas propias de los títulos valores y se sujetarán a las reglas previstas para la negociación de los mismos, siempre que, además de contenerlos requisitos esenciales de los títulos valores, esto es, la mención del derecho que incorporan y la firma de quien los crea, reúnan los siguientes:

- Se inscriban en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

- Sean susceptibles de ser colocados mediante oferta pública.
- Incorporen derechos de participación o de contenido crediticio, o sean de naturaleza mixta.

CONCLUSIÓN

La aparición de instrumentos tecnológicos en los mercados financieros ha sido una de las grandes razones del cambio de la banca de inversión ya que permite que la información fluya con mayor agilidad estando al día con las condiciones del mercado para la captación y colocación de recursos.

En virtud de lo anterior, la actividad empresarial que realiza el banquero de inversión consiste en conocer de manera especializada la capacidad que tiene los agentes económicos para acceder a una variada información empresarial relevante a costos muy bajos; es así como los ahorradores y los demandantes de recursos financieros están en la posibilidad de conocer las tasas de interés que entre unos y otros están dispuestos a cobrar y pagar.

En atención a esto, el demandante y el ahorrador de los recursos no están sujetos a un mercado limitado en sus respectivos países, sino que encontraran la posibilidad de adquirir su financiamiento en mercados internacionales.

La banca de inversión representa una salida viable para la obtención de recursos utilizando mecanismos reconocidos como los ADRs; instrumento jurídico con el que cuenta el empresario para acceder a recursos financieros en mercado internacionales y mas concretamente en el mercado financiero de los Estados Unidos de Norteamérica.

Esta figura desarrolla la actividad que cumple la Banca Global, pues atiende un amplio sector de actividades que involucran el financiamiento corporativo, los mercados de capital y el intercambio extranjero de productos y servicios.

La figura del ADR se desarrolla en nuestro sistema a través de la llamada Fiducia Mercantil por medio de la cual con la constitución de un patrimonio autónomo en beneficio de personas determinadas y cuya administración se le entrega a una entidad especializada, desarrolla todas las estrategias empresariales encaminadas a la obtención de determinados recursos financieros.

4 ANEXO

PETROBRAS

Petróleo Brasileiro S.A.-PETROBRAS

Each American Depositary Share Represents

One Common Share

The federal government of Brazil, which is our controlling shareholder, is selling 85,320,748 American depositary *Shares*, each representing one of our common *Shares*. The offered *Shares* represent 13.5% of our voting capital and 7.9% of our total capital. We will not receive any proceeds from this offering.

Of the 85,320,748 American depositary *Shares* we are offering, 72,522,000 are being offered initially in the United States and Canada by the U.S. underwriters and 12,798,748 are being offered initially outside the United States, Canada and Brazil in a concurrent offering by the international managers. We are also conducting a concurrent offering in Brazil of 72,264,020 of our common *Shares* to retail and institutional investors.

The principal trading market for the common *Shares* is the São Paulo Stock Exchange (*Bolsa de valores de São Paulo*). The common *Shares* trade under the symbol "PETR3." The common *Shares* are also traded on the seven other Brazilian stock exchanges. On August 9, 2000, the closing sale price for the common *Shares* on the São Paulo Stock Exchange was R\$44.80, or U.S. \$24.96,

per common share. The American depositary *Shares* have been approved for trading on the New York Stock Exchange under the symbol "PBR".

Investing in American depositary *Shares* or common *Shares* involves risks that are described in the "Risk Factors" section beginning on page 10 of this prospectus.

	<u>per ADS</u>	<u>Total</u>
Public offering price	U.S. \$24.00	U.S. \$2,047,697,952
Underwriting discount	U.S. \$.11	U.S. \$9,519,748
Proceeds, before expenses, to the selling shareholder	U.S. \$23.89	U.S. \$2,038,178,204

The U.S. underwriters and international managers may also purchase up to an additional 23,025,000 American depositary *Shares* from the selling shareholder at the public offering price, less the underwriting discount, within 30 days from the date of this prospectus to cover over-allotments.

Neither the Securities and Exchange Commission nor any state securities commission has approved or disapproved these securities or determined if this prospectus is truthful or complete. Any representation to the contrary is a criminal offense.

The American depositary *Shares* will be ready for delivery on_ or about August 15, 2000.

Joint Global Coordinators

Merrill Lynch & Co. ABN AMRO Rothschild
Merrill Lynch & Co. is the sole book-runner for the offering.

Merrill Lynch & Co. ABN AMRO Rothschild

a division of ABN AMRO incorporated
Banc of America Securities LLC

Morgan Stanley Dean Witter
Salomon Smith Barney

UBS Warburg LLC

PROSPECTUS SUMMARY

This summary highlights key information that may be found in greater detail elsewhere in this prospectus. You should read the entire prospectus carefully.

General

We are one of the world's largest integrated oil and gas companies, engaging in a broad range of activities, including:

- exploration, development and production of crude oil and natural gas;
- refining, transportation and wholesale marketing of crude oil, natural gas and oil products;
- distribution of oil products, fuel alcohol and natural gas to end-users; and
- production, wholesale marketing and retail distribution of petrochemicals (through participation in entities managed by others) and fertilizers.

We began operations in Brazil in 1954. Until 1995, we had a government-granted monopoly in Brazil for oil and gas operations. Based upon 1999 consolidated

revenues, we are the largest corporation in Brazil and the third largest industrial corporation in Latin America. For the year ended December 31, 1999, we had net operating revenues of U.S. \$16,358 million and net income of U.S. \$ 727 million.

We currently conduct exploration, development and production activities throughout Brazil and in 13 other countries. Our reserves are primarily located in the offshore Campos basin, which represents Brazil's largest oil region and one of the most prolific oil and gas properties in South America. As of December 31, 1999, we had estimated proved reserves of approximately 9.6 billion barrels of oil equivalent, composed of 8.3 billion barrels of oil and condensate and 7,498 billion cubic feet of natural gas, making us the seventh largest publicly traded oil and gas company in the world based upon proved reserves. We have experienced significant growth in our reserve base over the last four years, increasing proved reserves at a compounded annual growth rate of 5%, primarily as a result of our deepwater exploration and development success. Over the same time period, our average daily production has grown 9.6% to 1.19 million barrels per day of crude oil and natural gas liquids, or NGLS, and 1.24 billion cubic feet of natural gas per day for the year ended December 31, 1999.

We own and operate 11 refineries in Brazil with a gross aggregate capacity of 1.9 million barrels of crude oil per day. In addition, we own a 70% interest in two refineries in Bolivia with an aggregate capacity of 60,000 barrels per day. Our total refining capacity represents approximately 27% of the current total crude oil refining capacity in South America and the Caribbean. In the year ended

December 31, 1999, we processed 575 million barrels of crude oil, or 1.6 million barrels per day. Approximately 71% of this crude oil was supplied by our exploration and production operations in Brazil.

Our sales network for retail distribution of oil products, fuel alcohol and natural gas consists of 7,097 service stations of which 485 are owned by Petrobras Distribuidora S.A.-BR, our publicly traded subsidiary. BR's service station network represents approximately 22% of the service stations in Brazil. Approximately 43% of this network is located in the populous southeast region of Brazil. BR also sells directly to commercial and industrial end-users. BR is the largest distributor in Brazil of oil products and fuel alcohol with a 34% market share (by volume of sales) in 1999, which we achieved by leveraging our extensive sales network and strong brand image.

We currently own and operate an extensive storage network, with an aggregate capacity of 66.7 million barrels, which enables us to supply oil products throughout Brazil. In addition, we own and operate a pipeline network for crude oil and oil products of approximately 4,894 miles, of which approximately 25% is typically devoted to crude oil deliveries. We are currently reorganizing our transportation capabilities to better serve our integrated operations and to provide logistical support to new entrants in the Brazilian oil industry, as required by the Oil Law.

Natural gas distribution is becoming an increasingly important part of our business due to the increased domestic demand projected by the federal government, as well as the federal government's environmental policies encouraging cleaner burning fuels. We intend to serve this demand primarily through the production of associated natural gas from our domestic offshore fields and non-associated natural gas from our Amazon basin fields, and the importation of natural gas through the pipeline from Argentina. We have begun executing our plans to have a substantial participation in natural gas distribution by investing in 13 natural gas distribution companies, which primarily serve industrial and commercial end-users. In addition, we have approximately a 25% to 30% interest in 29 of the 47 gas-fired thermoelectricity plants proposed to be built in Brazil. We expect gas-fired thermoelectricity plants to be major consumers of natural gas in Brazil by 2005.

We currently have investments in 13 entities involved in the production and sale of petrochemicals. These investments help provide a market for our oil products, especially naphtha, and allow us to participate in the sale of value-added petrochemicals.

The energy industry in Brazil has experienced significant reforms since the enactment of the Oil Law on August 6, 1997. The Brazilian government designed the Oil Law to establish competition in Brazilian markets for crude oil, oil products and natural gas in order to benefit end-users. The government had scheduled price deregulation to be completed by August 2000. However, the Brazilian Congress has approved a bill to extend the date for completion until December 31, 2001,

which has been submitted to the President of Brazil for approval. The gradual transformation of the oil and gas industry is leading to increased participation by international companies in Brazil across all segments of our business, as both our competitors and our partners.

In conjunction with the reforms in the Brazilian energy industry, we are implementing a reorganization to ensure our competitiveness and improved profitability in the evolving Brazilian energy markets. These initiatives include:

- creation of functional business segments to improve information and decision-making;
- incorporation of rate-of-return hurdles for individual business segments; and
- increased emphasis on integrated energy projects that allow us to participate in all aspects of the energy value chain.

As part of our reorganization, our new charter, adopted in March 1999, reallocated certain powers to the board of directors from the executive officers, making the board of directors the main policy-making body. In March 1999, our board of directors appointed a new president, Henry Philippe, Reichstul, from the private sector. In addition, new members of the board of directors and numerous new executive officers have been named.

Our Strengths

Significant reserve base. As of December 31, 1999, our proved reserves to production ratio was 21 years, based on our proved reserves base of 9.6 billion barrels of oil equivalent. These extensive proved reserves should provide us with significant opportunities for production growth in the future as reserves continue to be developed. Over 81% of our proved reserves are located in large fields in the offshore Campos basin near Rio de Janeiro and our existing offshore and onshore infrastructure. We believe this unique strategic infrastructure will be instrumental in reducing operating costs in the future.

Deepwater technological expertise. As we have developed Brazil's offshore basins over the past 32 years, we have gained recognized expertise in deepwater drilling, development and production techniques and technologies. We have attained notable milestones in deepwater operations, including the current world records for the deepest offshore producing well and the deepest exploration well drilled. We believe our deepwater expertise will enable us to develop our current reserves base cost-effectively, as well as explore for hydrocarbon accumulations in deepwater fields globally.

Dominant refiner in Brazil. We operate approximately 98.7% of the refining capacity in Brazil.

Our refining operations benefit from integration with our exploration and production activities, which allows us to retain margins traditionally paid to oil and gas

suppliers by independent refiners. Six of our 11 Brazilian refineries are located in the southeast region, close to our principal reserves and the country's most heavily populated and industrialized markets.

Well-positioned to benefit from increased natural gas demand. We expect that demand for natural gas in Brazil will increase substantially due to the expanding use of gas-fired thermoelectrical plants and growing industrial need for cleaner burning and more efficient fuels. According to recent pronouncements, the Brazilian federal government forecasts that natural gas consumption should represent 10% of primary energy consumption in Brazil by 2009, increasing from 2.8% in 1998. We believe that we are well-positioned to benefit from this opportunity due to:

- our offshore gas reserves and production;
- our participation in large Bolivian gas field developments; our ownership interests in new gas pipelines; and
- our participation in thermoelectrical plants and gas distribution companies.

We face significant risk in our ability to take full advantage of these strengths.

These are discussed

in "Risk Factors."

Business Strategy

Our overall strategy is to evolve from the dominant integrated oil and gas company in Brazil into an integrated energy company leading the energy industry in Latin

America and having a significant presence in world markets. We intend to take the following initiatives to make this transformation:

Increase reserves and expand production. We intend to increase our proved reserves through a focused exploration program in the offshore Campos basin. We presently have exploration, development and production rights in 92.7 million acres (375,152 square kilometers) in Brazil and 4.9 million acres (19,829 square kilometers) abroad. In bidding for new concessions and developing our large offshore fields, we expect to continue to participate selectively with major regional and international oil and gas companies in our effort to reduce our needs for capital investment and reduce exploration and subsequent development risks.

In addition, we will seek to generate production growth from the continued development of our proved undeveloped reserve base of 5.6 billion barrels of oil equivalent as of December 31, 1999, which represents approximately 59% of our total proved reserves. Over 92% of our undeveloped reserves are located in the Campos basin, where production is scheduled to commence on 30 new projects within the next two years.

We intend to pursue international exploration and production opportunities with industry participants primarily in South America, the Gulf of Mexico, the west coast of Africa and the North Sea. As a result of this strategy, we made our large Agbami discovery with Texaco on January 7, 2000 in offshore Nigeria, in which we have an 8% working **interest.**

Our ability to increase our reserves may be limited to the extent we are not successful in winning new concessions. In addition, our ability to expand production may be limited as a result of the inherent risks of drilling and other factors beyond our control, which may cause drilling operations to be curtailed, delayed or cancelled. See "Risk Factors-Risks Relating to the Oil and Gas Industry- Achieving growth is dependent upon our finding additional reserves, and risks associated with drilling may cause drilling operations to be delayed or cancelled."

Reduce unit costs. We are making significant efforts to continue to reduce our operating and financial costs. We are concentrating our exploration and production activities on larger offshore fields with high well productivity located near our existing infrastructure. We expect that our current and anticipated operatorship of the majority of our producing fields will also help us to control operating costs and capital expenditures. Importantly, our expected production growth will enable us to reduce our reliance on relatively higher cost imports for refinery feedstock. In addition, planned investments in our refineries are partly aimed at achieving an increase in throughput. By optimizing our pipeline network and other transportation assets, we also expect to reduce transportation unit costs.

We are also focused on reducing our financing costs, particularly by accessing the international capital markets more frequently. In this regard, our strategy is to maximize the use of limited recourse structured financing, such as project finance,

and sale-lease back programs for capital items, such as drilling rigs, floating platforms and tankers, and to increase our use of long-term financing.

Our ability to reduce our financing costs may be limited by increases in market interest rates (principally LIBOR) to the extent we have not entered into derivative, contracts or other arrangements to hedge against interest rate risk See "Risk Factors-Risks Associated with Petrobras-We are unusually exposed to increases in prevailing market interest rates."

Improve refinery utilization. We are seeking to increase the efficiency and upgrade the technology of our refining operations. We have invested a large amount of capital in this business historically and have developed a modern asset structure for the future. Most of our planned investments in this segment through 2005 are intended to:

- reduce processing costs;
- increase utilization through redesigned logistical programs and preventative maintenance;
- improve product quality by increasing secondary refining capacity;
- reduce emissions and pollutant streams;
- produce higher-margin products, such as high- grade gasoline, diesel and jet fuel; and

- reduce heavy product yields in our refineries.

In particular, we believe enhancing our ability to refine heavy domestic crude oil will enable us to refine most of the production from the Campos basin in Brazil.

Increases in refinery utilization may be offset by reductions in our overall refining capacity if we are required to divest any part of our refining capacity, although we are not presently subject to any such requirement. See "Risk Factors-Risks Associated with Petrobras-We may be required to sell some of our refining capacity in Brazil."

Consolidate our strong position in the Brazilian retail market. During 1999, approximately the retail sales at service stations in Brazil were through BR-owned or franchised entities. We intend to accelerate the modernization of BR's distribution network and retail franchise, an higher-margin products, such as premium grade gasolines and vehicular natural gas services, such as those offered by oil lubrication centers and convenience **stores**.

The benefits of our strategy to expand into higher-margin products may be limited to the extent the Brazilian government maintains control over the prices we can charge for our products. See "Risk Factors-Risks Associated with Petrobras-If the Brazilian government maintains control over the prices we can charge, our financial condition and results of operations could be harmed."

Exploit expanding natural gas markets. We plan to respond to the anticipated growth in natural gas demand by expanding our production of associated gas

offshore and exploiting our non-associated gas reserves in the Amazon basin. We have committed to invest in 29 gas-fired thermoelectricity plants in Brazil and are evaluating four additional investments. We are also equity participants in 13 of the 30 existing Brazilian natural gas distribution companies.

Our ability to expand production of our natural gas reserves may be limited as a result of the inherent risks of drilling and other factors beyond our control, which may cause drilling operations to be curtailed, delayed or cancelled. See "Risk Factors-Risks Relating to the Oil and Gas Industry- Achieving growth is dependent upon our finding additional reserves, and risks associated with drilling may cause drilling operations to be delayed or cancelled." In addition, the significant projected growth of natural gas consumption, may not materialize, adversely impacting the demand for our production volumes and the prices we can charge.

Continue to develop deepwater exploration and recovery technology. We expect to continue to enhance our expertise in deepwater drilling and production techniques and enhanced recovery systems through in-house research and collaboration with select universities and industry partners. As a result of our commitment to being a leader in deepwater technologies, we expect to be able to target large potential reserves in deepwater fields around the world and attain cost reductions in our domestic exploration, development and production activities. However, we cannot assure you that the results of our continued research will lead to the development of new production methods and technologies that will allow us

to access additional reserves not yet physically feasible or economical to develop using the methods and technologies currently available to us.

Expand international operations. We believe, our growing international operations will enable us to diversify our drilling and Brazilian market risks, obtain cheaper oil, and promote sales of excess domestic crude and oil products. We will focus on non-Brazilian exploration, development and production activities elsewhere in South America, as well as in the Gulf of Mexico, the west coast of Africa, and the North Sea. We expect these efforts to include other industry participants, particularly those with whom we are currently working in Brazil.

Our planned expansion of our international operations may be limited to the extent we are unable to obtain financing for our planned investments. See "Risk Factors- Risks Associated with Petrobras- We may not be able to obtain financing for all of our planned investments."

Concentrate on core businesses. We are concentrating on our core businesses by disposing of marginal and non-core assets, such as the recently announced divestiture of 73 small onshore fields in northeast Brazil, outsourcing selected non-core activities, and changing the mix of employee skills. However, we cannot assure you that we will be able to find potential purchasers for our non-core assets or third parties to manage our non-core activities, or that our non-core assets can be sold at or above market value.

Focus selectively on petrochemicals. We intend to maintain a selective presence in projects and businesses that integrate refining with primary and secondary generation petrochemical production to ensure the use of our refinery products.

Our ability to invest in these projects may be limited to the extent we are unable to obtain financing for our planned investments. See "Risk Factors-Risks Associated with Petrobras-we may not be able to obtain financing for all of our planned investments."

5 Recent Developments

In July 2000, we signed a Memorandum of Understanding with Repsol-YPF S.A., Europe's sixth largest petroleum company, to exchange some of our assets in Brazil for some of Repsol-YPF's assets in Argentina, as part of our strategy to exploit expanding natural gas markets and expand our international operations. As a result of this transaction, we expect to gain access to the retail markets in Argentina and increase our upstream activities in the Southern Cone region of South America.

Through this transaction, we will acquire 99,6% of the total, capital stock of Eg3 S.A., the fourth- largest oil product marketing company in Argentina. Eg3 S.A. accounts for approximately 12% of Argentina's automotive fuels market, with total

sales of approximately 1.5 million gallons per day, through over 700 service stations, and a refinery with a production capacity of 30,500 barrels per day.

In exchange, Repsol-YPF will receive a 30% stake in our Alberto Pasqualini Refinery (REFAP) in the State of Rio Grande do Sul, with a refining capacity of 189,000 barrels per day, and which both companies expect to be the target of sizeable joint strategic investments. Repsol-YPF will also acquire the right to retail fuels at approximately 350 service stations in the Central, South and Southeast regions of Brazil, with sales of approximately 369,881 gallons per day. In addition, Repsol-YPF will acquire a 10% stake (approximately 5.2 million barrels of proved oil reserves and 2.2 billion cubic feet of proved natural gas reserves) in our Albacora Leste offshore oilfield in the Campos Basin. We are still considering whether to exchange an additional 5% stake in the Albacora Leste oilfield for other assets of Repsol-YPF, yet to be determined.

The value of the assets involved in this swap exceeds U.S. \$1 billion, although the precise amounts will be confirmed only after the due diligence process is complete, which we expect to be within two to three months. Moreover, the final agreement with respect to this exchange of assets is still subject to approval by (i) the board of directors of both companies and (ii) the anti-trust and other regulatory agencies in Brazil and Argentina.

On July 16, 2000 an oil spill occurred at our Presidente Getúlio Vargas refinery located approximately 15 miles from Curitiba, capital of the State of Paraná. We currently estimate the magnitude of the spill to be approximately 1.06 million gallons of crude oil, some of which leaked into the Barigüi River, and then into the Iguacu River. We promptly began containment action in order to prevent the oil spill from threatening additional areas, and are investigating the cause and extent of the spill. On July 17, 2000, the government of the State of Paraná imposed a fine, which we settled on August 4, 2000 for R\$40 million (U.S. \$22.3 million). On August 1, 2000 the Brazilian Institute for the Environment and Renewable Natural Resources (*instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais Renováveis*), or IBAMA, Brazil's federal environmental agency, imposed a fine in the amount of R\$168 million (US\$94 million). We are in the process of deciding whether to contest the imposition and amount of the IBAMA fine, which we have until August 22, 2000 to do. At this time, we are unable to estimate the costs of clean-up or whether this incident will result in any other liabilities.

In June 2000, we signed two joint venture agreements with Venezuela's state oil company, Petroleos-de Venezuela S.A., or PDVSA. The first joint venture, will involve opening a chain of gasoline stations in northern Brazil. The second venture contemplates the joint development of a new brand name for fuel, which the joint venture would distribute to a total of 600 service stations, 300 of which are owned

by us and 300 of which are owned by PDVSA. These transactions represent the initial steps in the integration of our energy operations throughout South America.

Effective May 23, 2000, we completed a 1 for 100 reverse stock split for our common and preferred *Shares*. All share data and basic and diluted earnings per share for all years presented give retroactive effect to this change.

6 FORWARD-LOOKING STATEMENTS

Many statements made in this prospectus under the captions, “prospectus summary,” “Risk Factors,” “Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations,” “Business,” and elsewhere are forward-looking statements that are not based on historical facts and are not assurances of future results. We have made forward-looking statements that address, among other things, our:

- regional marketing and expansion strategy;
- projected capital expenditures;
- liquidity; and
- development of additional revenue sources.

Because these forward-looking statements involve risks and uncertainties, there are important factors that could cause actual results to differ materially from those expressed or implied by these forward-looking statements. These factors include:

- the ability to obtain financing;

- general economic and business conditions, including crude oil and other commodity prices, refining margins and prevailing exchange rates;
- competition;
- technical difficulties in the operation of our equipment and the provision of our services;
- changes in, or failure to comply with, governmental regulations;
- receipt of governmental approvals and licenses;
- business abilities and judgment of personnel;
- availability of qualified personnel;
- Brazilian political, economic and social developments; and
- other factors discussed under "Risk Factors".

You should not place reliance on any forward-looking statement.

The crude oil and natural gas reserve data in this prospectus are only estimates and our actual production, revenues and expenditures with respect to our reserves may differ materially from these estimates.

PRESENTATION OF FINANCIAL INFORMATION

In this prospectus, references to “Real,” “Reais” or “R\$” are to Brazilian Reais and references to “U.S. dollars” or “U.S. \$” are to United States dollars.

The audited consolidated financial statements of Petrobras and our consolidated subsidiaries as of December 31, 1999 and 1998, and for each of the three years in the period ended December 31, 1999, and the accompanying notes, and the unaudited consolidated financial statements of Petrobras and our consolidated subsidiaries as of March 31, 2000 and 1999, and the accompanying notes contained in this prospectus have been presented in U.S. dollars and prepared in accordance with U.S. GAAP. See “Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations” and Note 2(a) to the consolidated financial statements in Brazil in Reais in accordance with **the** accounting principles required by the Brazilian corporate law, which differ in significant respects from U.S. GAAP.

As describes more fully in Note 2(a) to the consolidated financial statements, the U.S. dollar amounts as of the dates and for the periods presented in the consolidated financial statements have been remeasured or translated from the Real amounts in accordance with the criteria set forth in Statement of Financial Accounting Standard No. 52 of the U.S. Financial Accounting Standards Board, or SFAS 52. Applying the principles set forth in SFAS 52, Brazil had a highly

inflationary economy (defined under SFAS 52 as an economy in which the cumulative inflation rate over the latest three-year period has exceeded 100%) prior to January 1, 1998. Accordingly:

- U.S. dollar amounts presented in this prospectus that were derived from the consolidated financial statements as of dates or for periods ending on or prior to December 31, 1997 have been remeasured from Reais (or any predecessor currency) based on historical (non-monetary items), or period-end (monetary items) and monthly average (income statement and cash flow items) exchange rates; and
- U.S. dollar amounts presented in this prospectus that were derived from the consolidated financial statements as of dates or for periods ending subsequent to December 31, 1997 have been translated from Reais at the period-end exchange rate (for balance sheet items) or the average exchange rate prevailing during the period (for income statement and cash flow items).

Unless the context otherwise indicates,

- historical data contained in this prospectus that were not derived from the consolidated financial statements have been translated from Reais on a similar basis;
- forward-looking amounts (including estimated future capital expenditure) have been translated from Reais at the rate of R\$1.85 = U.S. \$1.00, which is the exchange rate (established by the Ministry of Planning, Budget and

Management) that we are required to use for purposes of translating budgetary and forward-looking amounts into U.S. dollars; and

- estimated future capital expenditures are based on the most recently budgeted amounts, which may not have been adjusted to reflect all factors that could affect such amounts. In particular, as permitted under Brazilian GAAP, our planned future contributions to investments funded through project finance are not included in our estimated future capital expenditures and are, instead, presented separately.

The March 31, 2000 exchange rate represented a 2.35% appreciation of the Real against the U.S. dollar since December 31, 1999. The use of a different Real/U.S. dollar exchange rate, would substantially change the remeasured amounts.

Certain figures included in this prospectus have been subject to rounding adjustments; accordingly, figures shown as totals in certain tables may not be an arithmetic aggregation of the figures that precede them.

**DIFFICULTIES OF ENFORCING CIVIL LIABILITIES AGAINST NON-U.S.
PERSONS**

Petróleo Brasileiro S.A.-PETROBRAS is a mixed-capital company (a public sector company with some private sector ownership) established under the laws of Brazil. All of the executive officers and directors of Petróleo Brasileiro S.A.-PETROBRAS presently reside in Brazil. In addition, substantially all of our assets are located in Brazil. As a result, it will be necessary for investors to comply with Brazilian law in order to obtain an enforceable judgment against these foreign resident persons or our assets. It may not be possible for investors to effect service of process within the United States upon our executive officers and directors, or to realize in the United States upon judgments against these

persons obtained in U.S. courts based upon civil liabilities of these persons, including any judgment based upon U.S. federal securities laws, to the extent these judgments exceed these persons' U.S. assets.

Specifically, our general counsel, Mr. Rui Berford Dias, has advised us that Brazilian courts will enforce judgments of U.S. courts for civil liabilities predicated on the U.S. securities laws, without reconsideration of the merits, only if the judgment satisfies certain requirements and receives confirmation from the Federal Supreme Court of Brazil. The foreign judgment will be confirmed if:

- it fulfills all formalities required for its enforceability the foreign judgment;

- it is for the payment of a sum certain of money-;

- it was issued by a competent court in the jurisdiction where the judgment service of process was properly made in accordance with Brazilian law;

- it is not subject to appeal

- it is authenticated by a Brazilian consular office in the country where it was issued, and is accompanied by a sworn translation into Portuguese; and

- it is not contrary to Brazilian national sovereignty, public policy or good morals, and does contain any provision which for any reason would not be upheld by the courts of Brazil

Mr. Rui Berford Dias has advised us that the confirmation process describes ,above may not be conducted in a timely manner and that Brazilian courts may not enforce monetary judgment for violation of the U.S. securities laws with respect to the American depositary *Shares* and the common *Shares* represented by the American depositary *Shares*.

Mr. Rui Berford Dias has also advised us that:

- as a plaintiff, you may bring an original action predicated on the U.S. securities laws in Brazil, courts and that, subject to applicable laws, Brazilian courts may enforce liabilities in these types of actions against us, our directors, and certain of our officers and advisors and the federal government of Brazil;
 - if you reside outside Brazil and own no real property in Brazil, you must provide a bond sufficient to guarantee court costs and legal fees, including the defendant's attorneys' fees, as determined by the Brazilian court in connection with litigation in Brazil, except in the case of the enforcement of a foreign judgment which has been confirmed by the Brazilian Federal Supreme Court; and
- Brazilian law limits your ability as a judgment creditor of Petrobras to satisfy a judgment against us by attaching certain of our assets.

DESCRIPTION OF AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS

7 General

Citibank, N.A. has agreed to act as the depositary for the American depositary offices are located at 111 Wall Street, New York, New York 10005. American depositary *Shares* are frequently referred to as ADSs and represent ownership interests in securities that are on deposit with the depositary. ADSs are normally represented by certificates that are commonly known as American depositary receipts, or ADRS. The depositary has appointed a custodian to safekeep the securities on deposit. In this case, the custodian is Câmara de Liquidação e Custódia do Rio do Janeiro, located at Praga XV de Novembro, 20 - 711 floor-Rio de Janeiro-RJ 20010-010, Brazil.

We appointed Citibank as depositary under the terms of a deposit agreement, dated 2000. A copy of the deposit agreement is on file with the Securities and Exchange Commission under cover of a registration statement on Form F-6. You may obtain a copy of the deposit agreement from the Securities and Exchange Commission's Public Reference Room. See "Where You Can Find Additional Information." Please refer to Registration Number 333-12300 when retrieving your copy.

We are providing you with a summary description of the material terms of the ADSs and of your material rights as an owner of ADSS. Your rights and obligations as an owner of ADSs will be determined by reference to the terms of the deposit agreement and not by this summary. This summary is not intended as a substitute for the deposit agreement. We urge you to review the deposit agreement in its entirety.

Each ADS represents one of our common *Shares* on deposit with the custodian. An A-DS will also represent any other property received by the depositary or the custodian on behalf of the owner of the ADS but that has not been distributed to the owners of ADSs because of legal restrictions or practical considerations.

If you become an owner of ADSS, you will become a party to the deposit agreement and therefore will be bound by its terms and to the terms of the ADR that represents your ADSS. The deposit agreement and the A.DR specify our rights and obligations as well as your rights and obligations and those of the depositary. As an ADS holder you have agreed to appoint the depositary to act on your behalf in certain circumstances. The deposit agreement and the ADRs are governed by New York law. However, our obligations to the holders of the common *Shares* will continue to be governed by the laws of Brazil, which may be different from the laws in the United States.

As an owner of ADSS, your ADSs may be represented either by an ADR registered in your name or through a brokerage or safekeeping account. If you decide to hold your ADSs through your brokerage or safekeeping account, you must rely on the procedures of your broker or bank to assert your rights as an ADS owner. Please consult with your broker or bank to determine what those procedures are. This summary description assumes you have opted to own the ADSs directly by means of an ADR registered in your name and, as such, we will refer to you as the "holder." When we refer to "you," we assume the reader owns ADSs and will own ADSs at the relevant time.

Dividends and Distributions

As a holder, you will generally have the right to receive the distributions we make on the securities deposited with the custodian bank. Your receipt of these distributions may be limited, however, by practical considerations and legal limitations. You will receive distributions under the terms of the deposit agreement in proportion to the number of ADSs held as of a specified record date.

Distributions of Cash. Whenever we make a cash distribution for the securities on deposit with the custodian, we will notify the depository. Upon receipt of that notice the depository will arrange for the funds to be converted into U.S. dollars and for the distribution of the U.S. dollars to the holders, subject to Brazilian laws and regulations.

The conversion into U.S. dollars will take place only if practicable and if the U.S. dollars are transferable to the United States. The depositary will reduce the distribution of cash to holders by applicable fees, expenses, taxes and governmental charges payable by holders under the terms of the deposit agreement. The depositary will apply the same method for distributing the proceeds of the sale of any property (such as undistributed rights) held by the custodian in respect of securities on deposit.

Distributions of Shares. Whenever we make a distribution consisting of a dividend and a free distribution of common *Shares* on securities on deposit with the custodian, we will notify the depositary and deposit the applicable number of common *Shares* with the custodian. Upon receipt of notice of such deposit, the depositary will either distribute to holders new ADSs representing the aggregate common *Shares* deposited or modify the ADS to common share ratio, in which case each ADS you already hold will represent rights and interests in the additional common *Shares* deposited. Only whole new ADSs will be distributed. Fractional entitlements will be sold and the proceeds of the sale will be distributed to holders as in the case of a cash distribution described above.

The distribution of new ADSs or the modification of the ADS-to-share ratio upon a distribution of common *Shares* will be reduced by applicable fees, expenses, taxes

and governmental charges payable by holders under the terms of the deposit agreement. In order to pay the taxes or governmental charges, the depositary may sell all or a portion of the new common *Shares* so distributed.

No distribution of new ADSs as describes above will be made if it would violate the U.S. securities laws, or any other law, or if it is not operationally practicable. If the depositary does not distribute new ADSs as describes above, it will use its best efforts to sell the common *Shares* received and will distribute the proceeds of the sale as in the case of a distribution of cash.

Distributions of Rights. If we distribute rights to subscribe for additional common *Shares*, we will give at least 60 days prior notice to the depositary and we will assist the depositary in determining whether it is lawful and reasonably practicable to make these additional rights available to holders.

The depositary will establish procedures for the distribution of rights to purchase additional ADSS to holders and to enable holders to exercise rights when lawful and reasonably practicable. You may have to pay fees, expenses, taxes and other governmental charges to subscribe for the new ADSs upon the exercise of your rights. The depositary is not obligated to make available to holders of rights a method to exercise rights to subscribe to common *Shares* directly rather than American depositary *Shares*.

The depositary will not distribute rights to you if:

- we do not timely request that the rights be distributed to you or we request that the rights not be distributed to you; or
- we fail to deliver satisfactory documents to the depositary; or
- it is not reasonably practicable to distribute the rights.

The depositary will sell rights that are not exercised or distributed if the sale is lawful and reasonably practicable. The proceeds of the sale will be distributed to holders as in the Case of a cash distribution describes above. If the depositary is unable to sell the rights, it will allow the rights to lapse.

Elective Distributions. If we distribute a dividend payable at the election of shareholders either in cash or in additional *Shares*, we will give prior notice to the depositary and we indicate **whether we** wish the elective distribution to be made available to you. in this case, we will assist the depositary in determining whether the distribution is lawful and reasonably practicable.

The depositary will make the election available to you only if it is reasonably practical and if we have provided all of the documentation contemplated in the deposit agreement. In this case, the depositary will establish procedures to enable

you to elect to receive either cash or additional ADSS, in each case, as describes in the deposit agreement.

If the election is not made available to you, you will receive either cash or additional ADSS, depending on what a shareholder in Brazil would receive upon failing to make an election, as describes more fully in the deposit agreement.

Other Distributions. If we distribute property other than cash, common *Shares* or rights to purchase additional common *Shares*, we will notify the depositary in advance and will indicate whether we wish the distribution to be made to you. If so, we will assist the depositary in determining whether the distribution to holders is lawful and reasonably practicable.

If it is reasonably practicable to distribute the property to you and if we provide all of the documentation contemplated, in the deposit agreement, the depositary will distribute the property to the holders in a manner it deems practicable.

The distribution will be reduced by any applicable fees, expenses, taxes and governmental charges payable by holders under the terms of the deposit agreement. In order to pay the taxes and governmental charges, the depositary may sell all or a portion of the property received.

The depositary will not distribute the property to you and will sell the property if:

- we do not request that the property be distributed to you or if we ask that the property not be distributed to you; or
- we do not deliver satisfactory documents to the depositary; or
- the depositary determines that all or a portion of the distribution to you is not reasonably practicable.

The proceeds of the sale will be distributed to holders as in the case of a cash distribution as described above.

Redemption

If we decide to redeem any of the securities on deposit with the custodian, we will notify the depositary at least 60 days prior to the date of redemption. If it is reasonably practicable and if we provide all of the documentation contemplated in the deposit agreement, the depositary will provide the holder with notice of the proposed redemption.

The custodian will be instructed to surrender the *Shares* being redeemed against payment of the applicable redemption price. After the redemption has taken place, the depositary will convert, transfer and distribute the proceeds, reduced by any applicable fees, expenses, taxes and other government charges. The depositary

will then retire the ADSs and cancel the ADRs. If less than all of the outstanding ADSs are being redeemed, the ADSs to be retired will be selected by lot or on a *pro rata* basis, as may be determined by the depositary.

Changes Affecting the Common *Shares*

The common *Shares* held on deposit for your ADSS may be affected by changes from time to time. For example, there may be a change in nominal or par value, a split-up, cancellation, consolidation or reclassification of such common *Shares* or a recapitalization, reorganization, merger, consolidation or sale of assets.

If a change were to occur, your ADSs would, to the extent permitted by law, represent the right to receive the property received or exchanged in respect of the common *Shares* held on deposit. The depositary may in those circumstances deliver new ADSs to you or call for the exchange of your existing ADSs for new ADSS. If the depositary may not lawfully distribute such property to you, the depositary may sell the property and distribute the net proceeds to you as in the case of a cash distribution as described above.

issuance of ADSs upon Deposit of Common *Shares*

The depositary may create ADSs on your behalf if you or your broker deposit common *Shares* with the custodian. The depositary will deliver these ADSs to the person you indicate only after you pay any applicable issuance fees and any charges and taxes payable for the transfer of the common *Shares* to the custodian. Your ability to deposit common *Shares* and receive A)Ss may be limited by U.S. and Brazilian legal considerations applicable at the time of deposit.

The issuance of ADSs may be delayed until the depositary or the custodian receives confirmation that all required approvals have been given and that the common *Shares* have been duly transferred to the custodian. The depositary will only issue ADSs in whole numbers.

When you make a deposit of common *Shares*, you will be responsible for transferring good and valid title to the depositary. As such, you will be deemed to represent and warrant that:

- the common *Shares* are duly authorized, validly issued, fully paid, non-assessable and legally obtained;
- all preemptive (and similar) rights, if any, with respect to the common *Shares* have been validly, waived or exercised;
- you are duly authorized to deposit the common *Shares*;
- the common *Shares* presents for deposit are free and clear of any lien encumbrance, security interest, charge, mortgage or adverse claim, and are not,

and the ADSs, issuable upon such deposit will not be, "restricted securities" (as defined in the deposit agreement); and

- the common *Shares* presents for deposit have not been stripped of any rights or entitlements.

If any of the representations or warranties are incorrect in any way, we and the depositary may, at your cost and expense, take any and all actions necessary to correct the consequences of the misrepresentations.

8 *Withdrawal of Shares Upon Cancellation of ADSs*

As a holder, you will be entitled to present your ADSs to the depositary, at the custodian's offices, for cancellation and receive the corresponding number of underlying common *Shares*. Your ability to withdraw the common *Shares* may be limited by U.S. and Brazilian law applicable at the time of withdrawal. In order to withdraw the common *Shares* represented by your ADSs, you will be required to pay to the depositary the fees for cancellation of ADSs and any charges and taxes payable upon the transfer of the common *Shares* being withdrawn. You assume the risk of delivery of all funds and securities upon withdrawal. Once canceled, the ADSs will not have any rights under the deposit agreement.

If you hold an ADR registered in your name, the depository may ask you to provide proof of identity and genuineness of any signature and such other documents as the depository may deem appropriate before it will cancel your ADSS. The withdrawal of the common *Shares* represented by your

ADSSs may be delayed until the depository receives satisfactory evidence of compliance with all applicable laws and regulations. The depository will only accept ADSSs for cancellation that represent a whole number of securities on deposit.

You will have the right to withdraw the securities represented by your ADSSs at any time unless any of these conditions exist:

- delays that may arise out of temporary closing of transfer books of the common *Shares* or ADSS, or temporary suspension of transferability of common *Shares* are immobilized due to a shareholders meeting or a payment of dividends;
- unsatisfied obligations to pay fees, taxes and similar charges; or
- restrictions imposed by laws or regulations applicable to ADSSs or the withdrawal of securities on deposit.

The deposit agreement may not be modified to impair your right to withdraw the securities represented by your ADSSs except to comply with mandatory provisions of law.

9 Voting Rights

As a holder, you will generally have the right under the deposit agreement to instruct the depositary to exercise the voting rights for the common *Shares* represented by your ADSS. The voting rights of holders of common *Shares* are describes in "Description of Capital Stock-Voting Rights."

At our request, the depositary will distribute to you any notice of shareholders meeting received from us, together with information explaining how to instruct the depositary to exercise your voting rights on the securities represented by ADSs.

If the depositary timely receives voting instructions from a holder of A-DSS, it will endeavor to vote the securities represented by the holder's ADSs in accordance with the voting instructions. If voting instructions are not timely received by the depositary, the holder will be deemed to have given a discretionary proxy to a person designated by us to vote your *Shares*.

The ability of the depositary to carry out voting instructions may be limited by practical and legal limitations and the terms of the securities on deposit. We cannot assure you that you will receive voting materials in time to enable you to return voting instructions to the depositary in a timely manner.

10 Fees and Charges

As an ADS, holder, you will be required to pay the following service fees to the depositary:

Service Fees

Fees

Issuance of ADSs Up to U.S. \$5.00 per 100 ADSs issued

Cancellation of ADSsUp to U.S. \$5.00 per 100 ADSs canceled

Exercise of rights to purchase additional ADSs.... Up to U.S. \$5.00 per 100 ADSs issued

Distribution of cash dividends.....No fee (so long as prohibited by NYSE)

Distribution of ADSs in connection with stock dividends or other free stock distributions..... No fee (so long as prohibited by NYSE)

Distribution of cash..... Up to U.S. \$2.00 per 100 ADSs held (i.e., upon sale of rights or other entitlements)

As an ADS holder you will also be responsible for paying some of the fees and expenses incurred by the depositary and certain taxes and governmental charges, including:

- fees and expenses as are incurred by the depositary in connection with compliance with exchange control regulations and other regulatory requirements applicable to common *Shares*, ADSs and ADRS;
- expenses incurred in converting foreign currency into U.S. dollars;
- cable, telex and fax transmissions and delivery expenses, as expressly provided for in the deposit agreement; and
- taxes and duties upon the transfer of securities (i.e., when common *Shares* are deposited or withdrawn from deposit).

We have agreed to pay certain other charges and expenses of the depositary, however, we will not pay or be liable for fees or related charges with respect to *Shares* or ADSs. The fees and charges you may be required to pay may vary over time and may be changed by us and by the depositary. You will receive prior notice of any changes in the amount you may be required to pay.

Amendments and Termination

We may agree with the depositary to modify the deposit agreement at any time without your consent. An amendment which will increase any fees or charges or

which will otherwise materially prejudice an existing right you may have. Will not become effective until 30 days after notice of the amendment is given to the holders. We will not deem any modifications or supplements that are reasonably necessary for the ADSs to be registered under the Securities Act or- to be traded solely in electronic book-entry form, and which do not impose or increase the fees and charges you are required to pay, to be materially prejudicial to your substantive rights. In addition, we may not be able to provide you with prior notice of any modifications or supplements that are required to comply; with applicable provisions of law.

You will be bound by the modifications to the deposit agreement if you continue to hold your ADSs after the modifications to the deposit agreement become effective. Except as permitted by law, the deposit agreement can not be amended so as to prevent you from withdrawing the common *Shares* represented by your ADSs.

We have the right to direct the depository to terminate the deposit agreement. Similarly, the depository may terminate the deposit agreement. In either case, the depository must give notice to the holders at least 30 days before termination.

For a period of six months after termination of the deposit agreement, you will be able to request the cancellation of your ADSs 'and the withdrawal of the common *Shares* represented by),OUF ADSs and the delivery of all other property held by the depository in respect of those common *Shares* on the same terms as prior to the termination. During this six month period, the depository will continue to collect

all distributions received on the common *Shares* on deposit but will not distribute anything to you until you request the cancellation of your ADSs.

After the expiration of the six month period, the depositary may sell the securities held on deposit. The depositary will hold the proceeds from the sale and any other cash then held for the holders of ADSs in a non-interest bearing, unsegregated account. After making the sale, the depositary will have no further obligations to holders under the deposit agreement, other than to account for the net proceeds and other cash then held for the holders of ADSs still outstanding.

11 Books of Depositary

The depositary will maintain ADS holder records at its depositary office. You may inspect these records at its office during regular business hours; provided, however, that the inspection will not be carried out for the purpose of communicating with holders of ADRs in the interest of a business or object other than our business or other than a matter related to the deposit agreement or ADRs.

The depositary will maintain an office and facilities in New York to record and process the issuance, cancellation, combination, split-up and transfer of ADRs. These facilities may be closed from time to time, to the extent not prohibited by law.

Limitations on Obligations and Liabilities

The deposit agreement limits our obligations and the depositary's obligations to you as follows:

- we and the depositary are obligated to take only the actions specifically stated in the deposit agreement without negligence or bad faith;
- the depositary will not be liable for any failure to carry out voting instructions, for the manner in which any vote is cast or for the effect of any vote, provided that the depositary acts in good faith and in accordance with the terms of the deposit agreement;
- the depositary will not be liable for any failure by it to determine that any distribution or action may be reasonably practicable, for the content of any information submitted by us for distribution to holders (or for any translation of a distribution), for any investment risk associated with an investment in the common *Shares*, for the validity of the common *Shares* or from any tax consequences that result from ownership of the ADSs, for the credit-worthiness of any third party, for allowing any rights to lapse under the terms of the deposit agreement, for the timeliness of any of our notices or for our failure to give notice;
- we and the depositary will not be obligated to perform any act that is inconsistent with the terms of the deposit agreement;

- we and the depositary disclaim any liability if we are prevented or forbidden from acting on account of any law or regulation, any provision of our charter, any provision of any securities on deposit or by reason of any act of God or war or other circumstances beyond our control;
- we and the depositary disclaim any liability by reason of any exercise of, or failure to exercise, any discretion granted by the deposit agreement or in our charter or in any provisions of securities on deposit;
- we and the depositary further disclaim any liability for any action or inaction in reliance on the advice or information received from legal counsel, accountants, any person presenting common *Shares* for deposit, any holder of ADSs or authorized representatives thereof, or any other person believed by either of us in good faith to be competent to give such advice or information;
- we and the depositary also disclaim liability for the inability by a holder to benefit from any distribution, offering, right or other benefit which is made available to holders of common *Shares* but is not, under the terms of the deposit agreement, made available to you; and
- we and the depositary may rely without any liability upon any written notice, request or other document believed to be genuine and to have been signed or presents by the proper parties.

Pre-Release Transactions

The depositary may, in some circumstances, issue ADSs before receiving a deposit of common *Shares* or release common *Shares* before receiving ADSs.

These transactions are commonly referred to

as "pre-release transactions." The deposit agreement limits the aggregate size of pre-release transactions and imposes a number of conditions on these types of transactions such as:

- the need to receive collateral;
- the type of collateral required; and
- the representations required from brokers.

The depositary may retain for its own account the compensation received from the pre-release transactions.

Taxes

You will be responsible for the taxes and other governmental charges on the securities represented by the ADSs. We, the depositary, and the issuer (and governmental charges payable by holders from any distribution on deposit to pay the taxes and governmental charges payable by holders. You will be liable for any deficiency if the sale proceeds do not cover the taxes that are due.

The depositary may refuse to issue ADSs, to deliver, transfer, split and combine ADRs or to release securities on deposit until all taxes and charges are paid by the applicable holder. The depositary and the custodian may take reasonable administrative actions to obtain tax refunds and reduced tax withholding for any distributions on your behalf. However, you may be required to provide to the depositary and to the custodian proof of taxpayer status and residence and other information as the depositary and the custodian may require to fulfill their legal obligations. Under the deposit agreement, you will be required to indemnify us, the depositary, and the custodian for any claims with respect to taxes based on any tax benefit obtained for you.

Foreign Currency Conversion

The depositary will arrange for the conversion of all foreign, the conversion can be performed on a practicable basis or by sale in accordance with the terms of the deposit agreement. You may incur in converting foreign currency, such as fees and expense! exchange controls and other governmental requirements.

If the conversion of foreign currency is not practical or lawful, denied or not obtainable at a reasonable cost or within a reasonable time, the following actions in its discretion:

- convert (or cause the custodian to convert) the foreign currency lawful and distribute the U.S. dollars to the holders for whom lawful and practical;
- distributed the foreign currency to holders for whom the distribution is lawful and practical; or
- hold the foreign currency (without liability for interest) for the accounts of the holders entitled to receive the foreign currency.

BIBLIOGRAFÍA:

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA. Decreto 663 de 1993. Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

Códigos

CÓDIGO CIVIL COLOMBIANO. Bogotá: Legis. 2001. Edición 1ª

CÓDIGO DE COMERCIO. Bogotá: Legis. 2001. Edición 1ª

LIBROS

BANCO DE LA REPUBLICA. Resolución 20 de 2000.

FABBOZZÍ, *Frank y otros*. Mercados e Instituciones Financieras. *Prentice Hall*. México. 1996.

GARCIA MUÑOZ, José Alpiniano. *Títulos Valores*. Santafé de Bogotá. Ed. La constitución. 1997.

GARNER, Bryan A. *Black's Law Dictionary*. West Group. St. Paul, Minnesota, 1999.

GAVIRIA, Fernando. *Moneda, Banca y teoría Monetaria*. Continente Ltda. Santafé de Bogotá 1964.

MONCORZ, Raúl. *Moneda y Banco*. Ohio: South Western 1982.

PIRENNE, HENRI. *Historia Económica y social de la Edad Media*, Bogotá: Fondo de Cultura económica.1977.

SMITH, Vera C. *Fundamentos de la Banca Central y de la Libertad Bancaria*. Unión. Madrid, 1990.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 400 de 1995.

SWARY, Itzhak y otros. *La Desregularización Financiera Global*. Fondo de Cultura Económica. México, 1993.