

**ESTUDIO SOBRE EL CONTRATO DE  
UNDERWRITING EN COLOMBIA**

**CARLOS ANDRÉS MÚNERA PELÁEZ**

**Trabajo de grado presentado como requisito  
para optar el título de Abogado**

**UNIVERSIDAD EAFIT**

**FACULTAD DE DERECHO**

**MEDELLÍN**

**2015**

**NOTA DE ACEPTACIÓN**

---

---

---

---

---

---

---

---

Presidente del Jurado

---

Jurado

---

Jurado

Medellín, agosto de 2015.

## **DEDICATORIA**

*Por supuesto, a mis padres, hermana y Valentina.*

## **RESUMEN**

En el presente trabajo de grado se describe y analiza el contrato de underwriting de acuerdo al marco jurídico colombiano. En general, se ha pretendido abarcar los siguientes aspectos con respecto al contrato de underwriting: su naturaleza jurídica, sus modalidades contractuales, su objeto, los sujetos que en él intervienen, las obligaciones que contraen, su perfeccionamiento, su precio y determinación, y finalmente su extinción.

## **INTRODUCCIÓN**

El contexto de una economía a tono global ha potencializado la vinculación de empresas e instituciones financieras de distintos países en operaciones para la consecución de recursos a través del mercado de capitales y consecuentemente el desarrollo del contrato de underwriting.

En el caso colombiano, la relevancia jurídica y económica del contrato de underwriting se ha acentuado en los últimos años en virtud del crecimiento acelerado del mercado financiero local, como resultado de la realización de un considerable número de emisiones de valores por parte de empresas colombianas y foráneas, la sofisticación de su estructura, el desarrollo de inversionistas institucionales, el ingreso de grandes capitales extranjeros y la unificación de las bolsas de valores colombiana, chilena, peruana y mexicana que dio lugar al Mercado Integrado Latinoamericano - MILA.

En ese sentido, resulta pertinente un estudio acerca del contrato de underwriting, no solo por su importancia financiera, sino también por las características que

reviste jurídicamente, considerando que se trata de un negocio jurídico sin regulación ordenada en el ordenamiento jurídico colombiano, que cuenta con diversas modalidades contractuales que intersectan diferentes figuras típicas, y que por pertenecer a un mercado tan especial, no ha sido lo suficientemente decantado por la doctrina.

Por lo tanto, el presente trabajo de grado pretende exponer de manera clara, concreta y en un lenguaje sencillo un estudio descriptivo y analítico del contrato de underwriting de acuerdo al marco normativo colombiano.

De otra parte, la metodología utilizada para la elaboración de este trabajo de grado consistió en la investigación de elaboraciones académicas por autores en materia jurídica y financiera, de origen local y extranjero, que desarrollan temáticas relacionadas con el contrato de underwriting.

Adicionalmente, recurrimos a la investigación de la regulación financiera, en relación con el contrato underwriting y al análisis de contratos celebrados entre emisores colombianos y underwriters locales e internacionales.

## **TABLA DE CONTENIDO**

1. CONCEPTO Y MODALIDADES DE UNDERWRITING.....	8
2. ETIMOLOGÍA DEL UNDERWRITING.....	11
3. DEFINICIÓN DEL CONTRATO DE UNDERWRITING.....	12
4. MERCANTILIDAD DEL CONTRATO DE UNDERWRITING.....	17
5. NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE UNDERWRITING .....	17
5.1. Naturaleza jurídica del contrato de underwriting en firme .....	18
5.2. Naturaleza jurídica del contrato de underwriting al mejor esfuerzo .....	20
5.3. Naturaleza jurídica del contrato de underwriting todo o nada.....	22

5.4. Naturaleza jurídica del contrato de underwriting garantizado.....	23
6. EL OBJETO DEL CONTRATO DE UNDERWRITING Y EL OBJETO DE SUS OBLIGACIONES.....	25
7. PARTES EN EL CONTRATO DE UNDERWRITING .....	30
7.1. Emisor de valores.....	31
7.2. Agentes colocadores o underwriters .....	33
7.3. Sindicato de agentes colocadores.....	35
8. OBLIGACIONES EN EL CONTRATO DE UNDERWRITING.....	36
8.1. Obligaciones del emisor en el contrato de underwriting .....	37
8.2. Obligaciones de los agentes colocadores en el contrato de underwriting en firme	38
8.3. Obligaciones de los agentes colocadores en el contrato de underwriting al mejor esfuerzo y todo o nada .....	38
8.4. Obligaciones que generalmente asumen de los agentes colocadores en el contrato de underwriting .....	40
9. PERFECCIONAMIENTO DEL CONTRATO DE COLOCACIÓN DE VALORES O <i>UNDERWRITING</i> .....	44
10. EL PRECIO O CONTRAPRESTACIÓN EN EL CONTRATO UNDERWRITING	46
11. DETERMINACIÓN DEL PRECIO EN EL CONTRATO DE UNDERWRITING	47
12. EXTINCIÓN DEL CONTRATO DE UNDERWRITING.....	50

# ESTUDIO SOBRE EL CONTRATO DE UNDERWRITING EN COLOMBIA

## 1. CONCEPTO Y MODALIDADES DE UNDERWRITING

El underwriting en su sentido más amplio consiste en una operación financiera que tiene como propósito facilitar a las empresas el acceso a recursos económicos por medio de la emisión u oferta pública<sup>1</sup> de valores<sup>2</sup>, que una o varias entidades financieras<sup>3</sup> se obligan a colocar en el mercado de capitales, pudiendo o no haberlos suscrito primeramente, y que involucra una serie de asesoramientos y estudios en relación con la estructuración financiera de tal emisión.

A partir de la generalidad del concepto, se desembocan distintas modalidades de contrato de underwriting, con profundas implicaciones a nivel jurídico, a saber: i) el contrato de underwriting en firme, ii) el contrato de underwriting garantizado, iii) el contrato de underwriting al mejor esfuerzo, y iv) el contrato de underwriting todo o nada.

---

<sup>1</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 6.1.1.1.1. “Se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías”.

<sup>2</sup> Ley 964 de 2005, artículo 2. “Para efectos de la presente ley será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes: a) las acciones; b) los bonos; c) los papeles comerciales; d) los certificados de depósito de mercancías; e) cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; f) cualquier título representativo de capital de riesgo; g) los certificados de depósito a término; h) las aceptaciones bancarias; i) las cédulas hipotecarias; j) cualquier título de deuda pública (...).”.

<sup>3</sup> Se consideran como entidades financieras, aquellas sociedades comerciales que se encuentran bajo la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Por su parte, el contrato de underwriting en firme se presenta cuando las entidades financieras que actúan como underwriters o agentes colocadores<sup>4</sup> se obligan a suscribir toda o parte de una emisión y posteriormente a ofrecer los valores al público inversionista<sup>5</sup> en las condiciones de precio que se hubieren establecido en el contrato respectivo<sup>6</sup>, con el propósito de obtener un provecho económico a partir del margen de compra al emisor y de venta al mercado.

La nota característica de este tipo de contrato de underwriting consiste en que los agentes colocadores contraen la obligación de suscribir primeramente la emisión.

Aquello tiene como consecuencia que el emisor obtiene la financiación directamente de los underwriters y les traslada los riesgos asociados a las fluctuaciones en el precio de los valores mientras que son distribuidos en el mercado.

En ese sentido, el contrato de underwriting en firme implica que las entidades financieras que actúan en calidad de agentes colocadores tengan la capacidad financiera y jurídica<sup>7</sup> de tomar con su posición propia<sup>8</sup>, toda o parte de una emisión de valores.

---

<sup>4</sup> Se utilizarán como sinónimos los términos “underwriters” y “agentes colocadores”.

<sup>5</sup> El ofrecimiento de los valores al público inversionista es lo que se considera como “colocación de valores”.

<sup>6</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 2.9.4.1.1.

<sup>7</sup> Se hace alusión a: i) el objeto social restringido de las entidades financieras, donde puede estar o no incluida la capacidad para celebrar contratos de underwriting, ii) el régimen de inversiones de las entidades financieras, el cual podrá autorizar o no la inversión en algunos o todos los valores, y iii) la capacidad de realizar operaciones por cuenta propia en el mercado primario, la cual podrá verse restringida a la acreditación de cierto volumen de capital por parte de la entidad (*v.gr.*: para las sociedades comisionistas de bolsa, véase el artículo 2.9.4.3.1 del Decreto 2555 de 2010).

<sup>8</sup> El artículo 2.9.4.2.1 del Decreto 2555 de 2010 señala “...son operaciones por cuenta propia, cualquier operación que realice la sociedad comisionista de bolsa de valores con sus propios recursos, incluidas las que se realicen para proteger su patrimonio”.

En tal virtud, las entidades financieras que no puedan suscribir emisiones de valores porque su régimen de inversiones se lo prohíbe o porque simplemente carecen del músculo financiero, no podrán celebrar contratos underwriting en firme.

De otra parte, el contrato de underwriting al mejor esfuerzo consiste en que los agentes colocadores contraen la obligación de realizar todas las diligencias y actividades comerciales necesarias para distribuir la totalidad de la emisión entre el mercado, dejándose sin emitir el monto que no haya sido vendido.

En ese sentido, en el contrato de underwriting al mejor esfuerzo, prevalece la habilidad comercial de los agentes colocadores sobre su capacidad financiera, puesto que su encargo es el de intermediar en la venta los valores, y en ningún caso, afectar su posición propia con la suscripción de los mismos.

A partir de la unión entre el contrato de underwriting en firme y al mejor esfuerzo, resulta una tercera modalidad contractual denominada underwriting garantizado, en donde los agentes colocadores se obligan a realizar todas las diligencias comerciales necesarias para conseguir la distribución de los valores, y de ser el caso, a suscribir el remanente de la emisión que no haya podido ser vendida dentro del plazo de recepción de aceptaciones de la oferta pública o el que sea fijado contractualmente.<sup>9</sup>

En la modalidad de underwriting garantizado, el riesgo de suscribir directamente parte de la emisión estará presente. Por ello, los agentes colocadores deberán contar con la posibilidad de afectar con su posición propia la emisión de valores, al igual que ocurre en el underwriting en firme.

---

<sup>9</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 2.9.4.1.1.

Por último, en el underwriting todo o nada, el emisor y los underwriters fijan contractualmente una fecha de corte en la cual éstos últimos deberán contar con compromisos de suscripción del público inversionista por la totalidad del monto propuesto para la emisión. De lo contrario, la emisión no se llevará a cabo.

## 2. ETIMOLOGÍA DEL UNDERWRITING

La expresión ‘underwriting’ proviene históricamente de la actividad aseguradora y reaseguradora y posteriormente tiene lugar su desarrollo en el campo financiero y de valores<sup>10</sup>. Así pues, en lengua inglesa se le define como “*to sign and accept liability, thus guaranteeing payment in case of loss or damage occurs, or undertake to finance or otherwise support or guarantee*”.<sup>11</sup>

En castellano traduce literalmente como “escribir debajo” o “suscribir”.<sup>12</sup> Sin embargo, consideramos que no existe un vocablo que traduzca precisamente el alcance del significado de la palabra underwriting en su lengua originaria.<sup>13</sup>

La carencia de un vocablo equivalente en castellano y las diferentes modalidades de underwriting existentes, ha generado que la doctrina hispanohablante, si no se refiere al *underwriting* en su voz anglosajona, suela llamarlo con diversos nombres, como por ejemplo: “contrato de aseguramiento”, “contrato de prefinanciación”, o “contrato de suscripción” cuando estamos frente al underwriting en firme;

---

<sup>10</sup> ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. *Derecho Comercial y Económico. Contratos Parte Especial*. Editorial Astrea de Alfredo y Ricardo Depalma. Buenos Aires. 2000. pág. 319.

<sup>11</sup> <http://www.oxforddictionaries.com/es/definicion/ingles/underwrite>. Consultado el 1 de junio de 2015.

<sup>12</sup> BARBIER, Eduardo Antonio. *Contratación Bancaria 2. Empresas*. Editorial Astrea. Buenos Aires. 2002. pág. 253.

<sup>13</sup> ARRUBLA, Jaime Alberto. *Contratos Mercantiles Atípicos*. Editorial Diké. Medellín. 1999. pág. 191.

“compromiso de garantía de emisión” cuando es *underwriting* garantizado; y como “contrato de colocación de valores” cuando es al mejor esfuerzo y todo o nada.

### **3. DEFINICIÓN DEL CONTRATO DE UNDERWRITING**

Son diversas las definiciones que se le han dado al contrato de *underwriting*, lo cual resulta explicable en parte por las diferentes modalidades que presenta, y en parte también porque no se ha decantado suficientemente la doctrina jurídica de la materia por su relativamente escasa difusión.<sup>14</sup>

Adicionalmente, es importante resaltar que la doctrina internacional, haciendo un mayor énfasis en la función práctica de la operación que en sus rasgos jurídicos, confunde en una misma actividad de suscripción de la emisión (prefinanciamiento) con el ofrecimiento de los valores (colocación), llamándolas en conjunto como “*underwriting*”.

Sin embargo, la doctrina jurídica española y latinoamericana, mediante la separación conceptual del prefinanciamiento y de la colocación, ha sido pacífica en reconocer como contrato de *underwriting*, en su sentido más estricto, aquel donde se presenta la suscripción total o parcial de la emisión por parte de los agentes colocadores.<sup>15</sup>

A pesar de que la modalidad del contrato de *underwriting* donde se encomienda la colocación u ofrecimiento de los valores, es decir, el *underwriting* al mejor esfuerzo,

---

<sup>14</sup>ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. Op. cit. pág. 321.

<sup>15</sup> Así por ejemplo, BARBIER, Eduardo Antonio. Op. Cit. pág. 267. En igual sentido, ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. pág. 326.

ha sido ampliamente recogido por nuestra doctrina<sup>16</sup>, por no estar presente el elemento básico que lo caracteriza, esto es, la prefinanciación, no se considera como verdadero underwriting, y en su lugar, ha recibido el tratamiento del contrato típico de comisión mercantil.<sup>17</sup>

Ahora bien, el underwriting, desde una perspectiva comercial, se entiende como un contrato celebrado entre un emisor de valores y una entidad financiera, llamado underwriter o agente colocador, en donde éste último se obliga a tomar con su posición propia toda o parte de la emisión de valores, para su posterior colocación en el mercado de capitales.

En tal virtud, la toma de posición propia es una nota esencial del contrato de underwriting porque necesariamente su ejecución implicará la disposición de recursos propios de la entidad financiera para la suscripción de los valores.

Igualmente, constituye otro elemento esencial del contrato de underwriting la obligación de los underwriters de llevar a cabo la colocación de los valores en el mercado con posterioridad al prefinanciamiento. Entendemos la colocación como una obligación de resultado que consiste en el ofrecimiento de los valores al mercado, mas no que efectivamente los valores sean enajenados a los inversionistas.

En relación a este último elemento, la regulación del mercado de valores ha prohibido que las entidades financieras utilicen la figura del contrato de underwriting, tanto en firme como garantizado, con el propósito de invertir en valores sus recursos

---

<sup>16</sup> *Seminario sobre underwriting de valores*. Banco de la República, Comisión Nacional de Valores. Bogotá. 1984. pág. 16.

<sup>17</sup> ARRUBLA, Jaime. *Contratos Mercantiles – Contrato Típicos*. Tomo II. Editorial Dike. 12ª Edición. 2008. Medellín. pp. 369-371.

a largo plazo, toda vez que concibe dicho contrato exclusivamente como una herramienta para promover la colocación de emisiones.<sup>18</sup>

En esa línea, el artículo 2.9.4.1.1 del Decreto 2555 de 2010, señala que las sociedades comisionistas de bolsa cuentan con autorización general para *“la adquisición, dentro de la modalidad en firme, de toda o parte de una emisión con el objeto exclusivo de facilitar la distribución y colocación de los valores...“Se denomina colocación en firme aquella en que la sociedad comisionista de bolsa suscribe la totalidad o parte de una emisión de valores, obligándose a ofrecer al público los títulos así suscritos o adquiridos, en las condiciones de precio que se hubieren establecido en el contrato respectivo”*. (Subraya y negrilla fuera de texto original).

En ese mismo sentido, la Superintendencia Financiera<sup>19</sup> ha manifestado que *“el underwriter en firme adquiere el título, siempre, con el objeto de venderlo, por lo cual éste nunca sería un inversionista, sino un instrumento y como tal el emisor puede concurrir directamente a los inversionistas, si dicho mecanismo no se encuentra previsto”*.<sup>20</sup>

De otra parte, el artículo 2.9.4.1.2 del Decreto 2555 de 2010, refiriéndose al contrato de underwriting garantizado, señala que: *“En el evento en que la sociedad comisionista de bolsa de valores deba adquirir total o parcialmente los valores objeto*

---

18 Decreto 2555 de 2010, artículo 2.9.4.1.1. Se cita el fragmento relevante de la norma inmediatamente.

19 La Superintendencia Financiera de Colombia es un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público que tiene por objetivo supervisar el sistema financiero colombiano con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza, así como promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados. (Decreto 2555, artículo 11.2.1.1.1. y siguientes).

20 Superintendencia de Valores. Concepto 9714130-2 de 23 de septiembre de 1997.

*del contrato se aplicarán para todos los efectos las normas relativas a las operaciones por cuenta propia en el mercado secundario, después de transcurrido un (1) mes desde el momento en que tuvo lugar la mencionada adquisición*". En términos del artículo 2.9.4.2.1 del mismo Decreto, "*Son operaciones por cuenta propia en el mercado secundario de valores...realizadas por comisionistas de bolsa de valores con el objeto de imprimirle liquidez y estabilidad al mercado, atendiendo ofertas o estimulando o abasteciendo demandas, o con el propósito de recudir los márgenes entre el precio de demanda y oferta...*" (Subraya por fuera de texto original).

Por lo tanto, la regulación del mercado y la Superintendencia Financiera han sido claras al ordenar que el underwriting en firme o garantizado incluye la obligación por parte de los agentes colocadores de ofrecer los valores entre el público inversionista con posterioridad a la suscripción de los mismos.

En adición a lo anterior, el emisor podría no estar interesado en que los agentes colocadores mantengan en su patrimonio una gran porción de sus valores como consecuencia de la celebración del contrato de underwriting, en la medida que desearía evitar que aquellos ejerzan un importante poder económico y político sobre él, en virtud de los derechos inherentes a los títulos que han suscrito.

Así las cosas, estaremos en presencia de un verdadero contrato de underwriting cuando: i) una o más entidades financieras tengan la obligación de suscribir toda o parte de una emisión de valores, ya sea directamente o en subsidio del público inversionista y, ii) aquella o aquellas tengan la obligación de efectuar la colocación de los valores en el mercado.

Si el contrato contiene solo dicha segunda obligación, no sería ya verdadero underwriting, sino que degeneraría en el contrato de underwriting al mejor esfuerzo,

o en el contrato de underwriting todo o nada, los cuales tienen la naturaleza jurídica del contrato de comisión mercantil, según lo veremos en el Capítulo 5.3.

Por otra parte, dentro del concepto amplio del underwriting suele incluirse una serie de servicios de asesoría en ingeniería financiera en aspectos asociados a la estructuración de la emisión, principalmente, en relación a su tamaño y el tipo y precio de los valores.

No obstante, en la práctica esta serie de servicios de asesoría ha sido retirada del contrato de underwriting para ser regulada en un contrato diferente, precisamente porque cuenta con un núcleo obligacional completamente distinto, y que tendría la naturaleza de un contrato de prestación de servicios.

Tal contrato de prestación de servicios es celebrado entre el emisor y otra entidad, llamada agente estructurador, que podrá coincidir o no con alguno de los agentes colocadores que hacen parte del contrato de underwriting (por lo general, son más de uno, como veremos en el Capítulo 7.3) y ser o no una entidad financiera, en la medida que este tipo de asesoría no requiere de la vigilancia del Estado<sup>21</sup>).

Por lo tanto, podría no haber identidad entre los sujetos que celebran el contrato de underwriting y los que celebran el contrato de estructuración de la emisión.

Sin perjuicio de ello, no tenemos ninguna objeción con respecto a la inclusión de dichos servicios en el contrato de underwriting en cualquiera de sus modalidades, pero consideramos que no harían parte de su contenido esencial, sino que constituirían un elemento accidental de aquél.

---

<sup>21</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.1.1.1.3. Parágrafo 2.

#### **4. MERCANTILIDAD DEL CONTRATO DE UNDERWRITING**

Desde un punto de vista objetivo, la *mercantilidad* del contrato de underwriting en todas sus modalidades se deriva de que tal negocio corresponde con uno o más de los actos de comercio definidos por la ley. Por ejemplo, la “...*adquisición de bienes a título oneroso con destino a enajenarlos en igual forma*”, “*la negociación de títulos valores, así como la compra para la reventa de los mismos...*” o una “*operación bancaria o de bolsa.*”<sup>22</sup>

Desde un punto de vista subjetivo, es un negocio regido por la legislación mercantil porque necesariamente una de sus partes será un comerciante.<sup>23</sup> Como veremos en el Capítulo 7 acerca de los sujetos en el contrato de underwriting, necesariamente el o los agentes colocadores serán comerciantes, en la medida que deberán ser entidades financieras intermediarias del mercado de valores, a diferencia del emisor que podrá ser o no un comerciante, como por ejemplo, una entidad sin ánimo de lucro.

#### **5. NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE UNDERWRITING**

Las diferentes modalidades del contrato de underwriting tienen un contenido obligacional distinto. Por lo tanto, para mayor precisión, se ha hecho un análisis separado de la naturaleza jurídica para cada modalidad del contrato.

Para tal efecto, primero se hará una descripción de la respectiva modalidad del contrato underwriting, luego un análisis sobre su naturaleza jurídica y si coincide con alguno de los contratos típicos de la legislación colombiana.

---

<sup>22</sup> Código de Comercio, artículo 20.

<sup>23</sup> Código de Comercio, artículo 22.

## 5.1. Naturaleza jurídica del contrato de underwriting en firme

Como hemos visto, en el contrato de underwriting en firme, el emisor se obliga a emitir y enajenar los valores, y a cambio de ello, los agentes colocadores se obligan a transferir el precio de suscripción por los títulos y colocarlos en el mercado.

A partir del contenido obligacional del contrato de underwriting en firme, consideramos que se asimila al contrato de compraventa<sup>24</sup> regulado en artículo 905 y siguientes del Código de Comercio, puesto que una de las partes (emisor) se obliga a transferir la propiedad de una cosa (valores) y la otra (underwriter) a pagarla en dinero.

De otra parte, si los valores de que trata el contrato de underwriting son acciones, se asimilaría éste al contrato de suscripción de acciones regulado en el artículo 384 del Código de Comercio, en la medida que una persona (underwriter) se obliga a pagar un aporte a la sociedad (emisora), y a su vez, la compañía se obliga a reconocerle la calidad de accionista y a entregarle el título correspondiente.

Sin embargo, en el contrato de underwriting, la obligación del comprador no se limita a pagar determinado precio por la suscripción de los valores. Por el contrario, en el underwriting en firme, el comprador contrae concomitantemente a la obligación de suscribir los valores, la de colocarlos en el mercado.

En ese sentido, en el underwriting en firme, la obligación de suscribir los valores se encuentra afectada con un modo<sup>25</sup>, en la medida que los agentes colocadores

---

<sup>24</sup> TORRADO, Heli Abel. *Seminario sobre Underwriting de Valores*. Banco de la República, Comisión Nacional de Valores, IFC. Bogotá. 1984. pág. 15.

<sup>25</sup> Código Civil, artículo 1147. “Si se asigna algo a alguna persona para que lo tenga por suyo, con la obligación de aplicarlo a un fin especial, como el de hacer ciertas obras o sujetarse a ciertas

adquieren los valores con la carga de ofrecerlos e ir procurando por su enajenación en el mercado<sup>26</sup>, a partir del momento en que el emisor haya formulado la oferta pública de los mismos.

En nuestro parecer, como hemos mencionado anteriormente, la obligación de colocar (el modo o carga) no consiste en alcanzar la enajenación completa de los valores, sino en ofrecerlos en su totalidad e ir intentando su enajenación.

De acuerdo al artículo 1147 del Código Civil, se entiende que el modo no suspende la adquisición de los valores por parte de los underwriters, por lo que existe plena transferencia de los títulos con anterioridad al cumplimiento de la obligación modal o de la carga.

Adicionalmente, no existirá la obligación de restituir los valores y los rendimientos de éstos (sus frutos) en caso de que no se haya cumplido el modo, si las partes no han pactado expresamente la cláusula resolutoria de que trata el artículo 1148 del Código Civil.

De otro lado, si fuera que los underwriters se obligan a transferir posteriormente los valores a su emisor, estaríamos frente al pacto de retroventa<sup>27</sup>. Sin embargo, la regulación bursátil ha establecido un convenio diferente para ese caso, denominado contrato de readquisición, sobre el cual nos referimos en el Capítulo 8 sobre las obligaciones en el underwriting.

---

*cargas, esta aplicación es un modo y no una condición suspensiva. El modo, por consiguiente no suspende la adquisición de la cosa asignada". (Subraya fuera de texto original).*

<sup>26</sup> Las obligaciones modales se encuentran reguladas en el Título IV del Libro III del Código Civil por remisión del artículo 1550 del mismo Código.

<sup>27</sup> Código Civil, artículo 1939 y siguientes.

Así las cosas, el contrato de underwriting en firme, consiste en un contrato típico de compraventa o de suscripción de acciones, según se trate, puesto que una parte se obliga a transferir bienes, de otra parte su obligación consiste transferir un precio y de cumplir con un modo o carga, que consiste en que los bienes adquiridos deben ser enajenados posteriormente.

## **5.2. Naturaleza jurídica del contrato de underwriting al mejor esfuerzo**

En el contrato de underwriting al mejor esfuerzo, el emisor le encarga a los underwriters la realización de gestiones comerciales dirigidas a concretar negocios jurídicos con inversionistas con el objeto de distribuir los valores entre el mercado.

En ese sentido, el negocio encomendado por el emisor a los underwriters consiste en: i) realizar actividades de mercadeo, prestar asesoría en relación con la suscripción de los valores y ofrecerlos a potenciales inversionistas, y ii) celebrar un contrato con los inversionistas en donde se obligue a ingresar la postura de demanda de éstos en el sistema de negociación de la bolsa, una vez sea formulada la oferta pública de valores.

Ahora bien, según anticipamos, el contrato de underwriting al mejor esfuerzo tiene la naturaleza jurídica del contrato de comisión mercantil. Así, pasaremos a describir brevemente esta figura contractual.

De conformidad con el artículo 1287 del C. Co, *“la comisión es una especie de mandato por el cual se encomienda a una persona que se dedica profesionalmente a ello, la ejecución de uno o varios negocios, en nombre propio, pero por cuenta ajena”*.

El elemento que distingue la comisión con las otras especies del mandato es: i) el actuar del mandatario en nombre propio y, ii) por cuenta ajena.

En primer lugar, valga la pena aclarar que el actuar en nombre propio significa que los efectos del de los negocios celebrados por el comisionista solo lo vinculan a él y a su contraparte, sin que ésta pueda exigir nada al comitente ni éste a aquel.

Los underwriters al mejor esfuerzo actúan en nombre propio porque la compraventa de valores en sistemas de negociación bursátiles solo lo vincula a él. Por lo tanto, es como si quien estuviera comprando o vendiendo es el intermediario y no un mandante suyo.

De esa manera, los underwriters, previa advertencia a los inversionistas que actúan en interés de la colocación de la emisión o con la autorización escrita del cliente si aquellos obran en ejecución de un contrato de administración de portafolio de terceros<sup>28</sup>, perfeccionan los negocios jurídicos tendientes a la suscripción de los valores.

En dichos negocios en nada se vincula al emisor. Por lo tanto, deberá entenderse que el emisor será un tercero frente a las relaciones negociales que se surtan entre underwriters e inversionistas en la colocación de sus valores. Por ello, el inversionista no podrá exigir el cumplimiento al emisor de aquellas prestaciones incumplidas por el comisionista, ni siquiera en forma subsidiaria.<sup>29</sup>

En segundo lugar, el actuar por cuenta ajena significa que las consecuencias económicas favorables o desfavorables derivadas del contrato estarán a cargo del comitente. Precisamente, en el underwriting al mejor esfuerzo, los underwriters

---

<sup>28</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 2.9.7.1.11.

<sup>29</sup> ARRUBLA, Jaime. Contratos Mercantiles – Contrato Típicos. Op. Cit. pág. 348.

actúan por cuenta del emisor, toda vez que no asumen los riesgos de la operación de colocación de los valores.

De ninguna forma el underwriter-comisionista garantiza el éxito de la colocación de la emisión porque una vez llevado a cabo el negocio encomendado de acuerdo a la diligencia exigida en el comercio, se entienden extinguidas sus obligaciones por ejecución debida del contrato y simplemente se cobra una comisión por el volumen de negocios concertados.

Por último, es importante no confundir el contrato de underwriting al mejor esfuerzo con el contrato de corretaje, toda vez que el corredor se pone en la tarea de unir a una pluralidad de personas con el fin de que celebren un negocio, sin estar vinculado a estas por relaciones de colaboración, dependencia, mandato o representación; mientras que en la comisión, el comisionista es quien celebra el contrato directamente, tal como sucede en el underwriting, de acuerdo hemos visto.

### **5.3. Naturaleza jurídica del contrato de underwriting todo o nada**

En cuanto a la naturaleza jurídica del contrato de underwriting todo o nada, nos remitimos a nuestras consideraciones presentadas con respecto al contrato de underwriting al mejor esfuerzo, en donde concluimos que se está en presencia de un contrato de comisión mercantil, teniendo en cuenta que el contenido obligacional en ambas modalidades contractuales es la mismo, salvo que en el underwriting todo o nada, la obligación principal del emisor, a saber, formular la oferta pública y emitir los valores, se encuentra sometida a condición suspensiva, en la medida que los agentes colocadores deben obtener promesas de suscripción del público inversionista por el 100% del monto propuesto de la emisión dentro de un plazo determinado.

Acaecido el plazo y sin contar con la suficiente demanda, se entiende fallida la condición y no se llevará a cabo la emisión.

Si se cumple la condición antes del plazo fijado, las obligaciones en cabeza del emisor de formular la oferta pública y emitir los valores nacen a la vida jurídica. En ese punto, el o los underwriters ya habrían ejecutado en gran parte sus obligaciones contractuales (adelantar las actividades comerciales para obtener promesas de suscripción por parte del público) y simplemente les restaría perfeccionar los negocios con sus clientes que manifestaron su intención de suscribir los valores.

Por lo tanto, el contrato de underwriting todo o nada consiste en una comisión mercantil, pero con la particularidad de estar presente la mencionada condición suspensiva.

#### **5.4. Naturaleza jurídica del contrato de underwriting garantizado**

En el contrato de underwriting garantizado, los underwriters se obligan en realizar sus mejores esfuerzos para colocar la totalidad de los valores en el mercado y a suscribir subsidiariamente los títulos emitidos que no logren ser vendidos en el mercado.

Es importante diferenciar el underwriting en garantía de la comisión en garantía (*star del credere*), puesto que en ésta el comisionista garantiza a su comitente el cumplimiento de la obligación de su contraparte en el negocio encomendado, como si se tratase de su fiador; mientras que en el underwriting garantizado el agente colocador no garantiza el cumplimiento de ningún tercero, sino que asume un riesgo de mercado, consistente en no hallar inversionistas que suscriban primariamente

los valores<sup>30</sup> y que entonces deba cubrir con su patrimonio el monto de la emisión que no pudo vender.

En suma, en el contrato de underwriting garantizado, el riesgo asumido por los agentes colocadores a favor del emisor no es el de impago ni insolvencia del tercero que contrata con aquellos<sup>31</sup>, sino el de no colocación de la emisión y de comprometer su posición propia en la suscripción de los valores no colocados.

En términos prácticos, en nada se diferenciaría el contrato de underwriting garantizado con el underwriting al mejor esfuerzo en caso de que el mercado absorba la totalidad de la oferta pública, puesto que su desempeño comercial se habría limitado en la distribución de la emisión.

Sin embargo, en caso de que aquello no suceda, los underwriters tendrán la obligación de suscribir el monto restante que no haya logrado ser colocado entre el público, y de allí que merezca un tratamiento independiente del underwriting al mejor esfuerzo, y en consecuencia, diferente del contrato de comisión, aunque comparta elementos con éste.

En adición a compartir aspectos de la comisión mercantil, podría decirse que la “garantía” de suscripción de los valores por parte de los agentes, sería equivalente la obligación de compra o suscripción presente en el contrato de compraventa o suscripción de acciones, según se trate, exactamente en los mismos términos a los que nos referimos en el contrato de underwriting en firme, pero con la diferencia que

---

<sup>30</sup> IBAÑEZ, Javier. *La Contratación en el Mercado de Valores*. Marcia Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid. 2001. pág. 167.

<sup>31</sup> A pesar que, la sociedad comisionista de bolsa deberá cumplir las operaciones que realice a nombre de sus clientes en las negociaciones bursátiles, en la medida que se encuentra vinculado con estos por relaciones de mandato no representativo.

dicha obligación de compra es incierta, tanto en su existencia como en su cuantía, al depender de los resultados de la venta total de la emisión.

De tal suerte que, el contrato de underwriting garantizado es un negocio de naturaleza jurídica compleja porque cuenta con características y elementos propios del contrato de comisión mercantil y del contrato de compraventa o del contrato de suscripción de acciones, según sea el caso.

## **6. EL OBJETO DEL CONTRATO DE UNDERWRITING Y EL OBJETO DE SUS OBLIGACIONES**

El contrato de underwriting tiene por objeto, de parte del emisor, una obligación de hacer que consiste en realizar la emisión y una obligación de dar que consiste en transferir los valores, y de parte de los agentes colocadores, una obligación de dar que se concreta en el pago del precio de los títulos y una obligación de hacer que se cumple mediante la colocación de los mismos.

Nos hemos referido suficiente en otros Capítulos al objeto del contrato de underwriting, por lo que a continuación describiremos y analizaremos con mayor detenimiento el objeto de sus obligaciones.

No debe confundirse el objeto del contrato de underwriting, entendido como el cúmulo de obligaciones y derechos que derivan del mismo, con el objeto de sus obligaciones, que son los bienes sobre los cuales ellas recaen. Por su parte, el objeto de las obligaciones del contrato de underwriting consiste en los valores emitidos.<sup>32</sup>

---

32 BARBIER, Eduardo Antonio. Contratación Bancaria 2. Empresas. Op. Cit. pág. 257.

En virtud de su relevancia en el mercado de valores colombiano, describiremos los aspectos más importantes de la emisión de acciones y bonos.

Las reglas en relación a la emisión y colocación de acciones se encuentran en principalmente en el Código de Comercio, en la Ley 222 de 1995 y en la Ley 964 de 2005.

En el contexto del mercado de valores, las acciones son valores negociables en bolsa, producto de una oferta pública y que representan una alícuota del capital de una sociedad anónima o en comandita por acciones y podrán ser de tres tipos diferentes, a saber<sup>33</sup>: acciones ordinarias<sup>34</sup>, privilegiadas<sup>35</sup> o acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.<sup>36</sup>

Las acciones concebidas como valores, particularmente el caso de las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, tienen un fuerte contenido financiero, que desdibuja el concepto tradicional de acción, como lo ha entendido la doctrina: *“el documento que incorpora el derecho de su tenedor legítimo a reclamar de la sociedad el status de accionista”*.<sup>37</sup>

En ese sentido, la negociación de las acciones en el mercado de valores no necesariamente tiene como causa el ejercicio de los derechos políticos y

---

<sup>33</sup> El artículo 10 de la Ley 1258 de 2008 prevé otros tipos de acciones a las que mencionamos, pero que le son exclusivas a la sociedad por acciones simplificada, la cual no puede participar en el mercado público de valores por mandato del artículo 4 de la mencionada Ley.

<sup>34</sup> Código de Comercio, artículo 379.

<sup>35</sup> Código de Comercio, artículo 381.

<sup>36</sup> Ley 222 de 1995, artículo 63.

<sup>37</sup> RENGIFO, Ramiro. *Títulos Valores*. Señal Editora. Décimo Tercera Edición. Medellín. 2010. pág. 354.

económicos de la sociedad, sino que su propósito puede consistir en acceder a un bien mercantil transable en el comercio, sobre el cual se especula sobre su precio, incluso en el corto plazo, con fines de obtener una renta derivada del margen de compra y venta.

Ahora bien, para efectos de ofrecer acciones públicamente, la junta directiva del potencial emisor deberá preparar un reglamento de emisión y colocación, bien sea de acuerdo con el artículo 386 del Código de Comercio o de acuerdo al artículo 41 de la Ley 964 de 2005.<sup>38</sup>

En todo caso, el reglamento de emisión y colocación deberá contener las características y condiciones básicas a las que debe sujetarse la oferta pública de acciones, tales como: el tipo y la cantidad de acciones a ofrecer; la proporción y forma en que podrán suscribirse; el precio a las que serán ofrecidas y el procedimiento utilizado para la determinación del mismo; los términos y plazo para su pago; la descripción acerca de los derechos que otorgan; la descripción acerca de su emisión desmaterializada, lo relativo al ejercicio y negociación del derecho de preferencia en la suscripción; los destinatarios de la oferta pública y medios para formularla; la descripción acerca de la colocación de los valores (modalidad de underwriting e identificación de los agentes colocadores); y los sistemas de negociación en los que se inscribirán los valores.

Si se trata de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, el reglamento deberá ser aprobado por la asamblea general de accionistas, salvo que al disponer la emisión, delegue tal atribución en la junta directiva.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Sobre este punto se profundizará en el Capítulo 10 acerca de la determinación del precio en el contrato de underwriting.

<sup>39</sup> Ley 222 de 1995, artículo 62.

Por otro lado, en relación a los bonos, el Código de Comercio en su artículo 752 los define como aquellos títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo, constituido a cargo de una sociedad o entidad sujetas a la inspección y vigilancia del Gobierno.

La emisión de bonos también deberá contar con un reglamento, que en términos generales, es similar al descrito para la emisión y colocación de acciones.

Existen numerosas diferencias entre a las condiciones de los bonos con respecto a las acciones. A continuación describiremos algunas de estas.

El monto de la emisión de bonos objeto de oferta pública no debe ser inferior a 2.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes (excepto para los bonos de riesgo, a los que nos referiremos más adelante), deberán inscribirse en bolsa de valores con anterioridad a la oferta pública, tener un plazo de maduración superior a un año<sup>40</sup> y el valor de cada uno deberá ser pagado íntegramente al momento de la suscripción.<sup>41</sup>

Los bonos podrán ser ordinarios, lo cuales no otorgan a su tenedor ninguna prelación especial con respecto al pago de la deuda que incorporan. Ello quiere decir que sus tenedores tendrían la calidad de acreedores quirografarios. Por el contrario, los bonos serán subordinados, cuando el pago de la deuda que incorporan se efectúa después de haberse cancelado el pasivo externo de la sociedad y antes del reembolso del capital a los accionistas.<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 6.4.1.1.3.

<sup>41</sup> artículo 6.4.1.1.44 del Decreto 2555 de 2010.

<sup>42</sup> Por incorporar un mayor riesgo, los bonos subordinados suelen tener un mayor rendimiento financiero que los ordinarios.

Adicionalmente, existen los bonos de riesgo, que son aquellos emitidos por sociedades que se encuentran en proceso de reorganización empresarial<sup>43</sup>; y existen los bonos sindicados, que son aquellos emitidos por varias entidades, por lo general establecimientos de crédito, en donde uno de ellos (banco líder), constituye un aval sobre todas las obligaciones resultantes de la emisión.

Es importante resaltar que una emisión de bonos trae consecuencias relevantes para la sociedad, como por ejemplo, si esta se encuentra en mora de pagar el capital o los intereses de los bonos, no podrá distribuir dividendos.

La emisión de bonos tiene efectos de orden corporativo, como que la sociedad no podrá cambiar su objeto social, escindirse, transformarse, fusionarse, o disminuir su capital con reembolso efectivo de aportes, a menos que lo autorice la asamblea de tenedores, salvo que cancelen el valor del empréstito, reemplacen los bonos originales por otros con características idénticas y que las condiciones financieras de la sociedad emisora sean similares, u otorguen una garantía satisfactoria a juicio de la Superintendencia Financiera.<sup>44</sup>

De otra parte, podrán emitirse bonos que confieran a sus tenedores el derecho de convertirlos, facultativa u obligatoriamente, en todo o en parte, en acciones de la sociedad o cuyo pago deba efectuarse mediante la entrega de un número determinado o determinable de acciones liberadas de la misma, en el período de su vencimiento o antes del mismo.

---

<sup>43</sup> El proceso de reorganización pretende a través de un acuerdo, preservar empresas viables y normalizar sus relaciones comerciales y crediticias, mediante su reestructuración operacional, administrativa, de activos o pasivos. El régimen de insolvencia empresarial se encuentra principalmente regulado en la Ley 1116 de 2006.

<sup>44</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 6.4.1.1.29, entre otros.

La emisión de bonos obligatoriamente convertibles en acciones (“BOCEAS”) implicará observar lo relativo al derecho de preferencia en la suscripción de los mismos, no podrán colocarse por un valor inferior al valor nominal de las acciones y ellas deberán encontrarse inscritas previamente en bolsa de valores.<sup>45</sup>

Las emisiones de BOCEAS, en la medida que vayan siendo colocadas, servirán para enervar la causal de disolución por pérdidas consagrada en el ordinal segundo del artículo 457 del Código de Comercio, siempre que quede determinado que el importe del valor de los BOCEAS queda subordinado al pago del pasivo externo y que su rendimiento financiero no sea superior al 70% del DTF.<sup>46</sup>

El procedimiento de autorización de oferta pública de acciones y bonos se encuentra regulado en la Parte V y VI del Decreto 2555 de 2010 y lo concerniente a su registro en la Bolsa de Valores de Colombia en el Reglamento General y en la Circular Única, ambos expedidos por dicha entidad.

## **7. PARTES EN EL CONTRATO DE UNDERWRITING**

En virtud del interés público que existe en la emisión e intermediación de valores<sup>47</sup>, la legislación y el reglamento señalan los sujetos que podrán ser underwriters y aquellos que podrán ser emisores de valores.

La Superintendencia Financiera no autorizará las ofertas públicas por parte de entidades que no podrán ser emisores de valores o cuya colocación se planee llevar a cabo por parte de entidades que no podrán actuar como underwriters.

---

<sup>45</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 6.4.1.1.27.

<sup>46</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 6.4.1.1. del.

<sup>47</sup> Constitución Política, artículo 335.

Si el contrato se celebra con una entidad cuyo objeto social no le autoriza para actuar como underwriter en una emisión de valores, el contrato podría ser declarado nulo absolutamente por falta de capacidad de dicho contratante.

Así las cosas, a continuación enunciaremos aquellas entidades que podrán ser emisores y underwriters, respectivamente y presentaremos nuestras consideraciones con respecto de algunos de éstos y aquellos.

### **7.1. Emisor de valores**

De conformidad con el artículo 5.2.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, podrán ser emisor de valores las siguientes entidades, algunas que hemos mencionado anteriormente:

a) Las sociedades por acciones. Debe precisarse que la autorización dada a las sociedades por acciones para ser emisores de valores debe entenderse hecha a la sociedad anónima y a la sociedad comandita por acciones, puesto que la sociedad por acciones simplificada tiene prohibido participar en el mercado de valores por mandato del artículo 4 de la Ley 1258 de 2008, según el cual: *“Las acciones y los demás valores que emita la sociedad por acciones simplificada no podrán inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores ni negociarse en Bolsa.”*

b) Las sociedades de responsabilidad limitada. Debe tenerse claro que solo pueden emitir valores de deuda, teniendo en cuenta que su capital se encuentra representado en cuotas de sociales, las cuales están íntimamente vinculadas al socio y cuya cesión es incompatible con la negociaciones que se

surten en el mercado de valores<sup>48</sup>. Carecería de sentido la emisión pública de cuotas, en la medida que no pueden tener más de 25 socios<sup>49</sup>, los cuales tienen la representación legal conjunta y tienen la facultad de ejercer actos de administración de los negocios de la sociedad y usualmente se reservan la admisión de nuevos socios, pudiéndose pronunciar acerca del retiro de socios existentes.<sup>50</sup>

c) Las entidades cooperativas y las entidades sin ánimo de lucro.

d) La Nación y entidades públicas descentralizadas por servicios y territorialmente. La Nación puede emitir títulos de deuda pública (TES) y las entidades públicas descentralizadas por servicios y territorialmente también pueden emitir títulos de deuda.

e) Los gobiernos extranjeros, los organismos multilaterales, y las entidades públicas extranjeras.

f) Las entidades extranjeras. Esto incluye sociedades, fondos de inversión, *trusts*, fundaciones de interés privado, entre otros.

g) Las sucursales de sociedades extranjeras.

h) Los patrimonios autónomos fiduciarios.

i) Los fondos de inversión colectiva.

---

<sup>48</sup> Por ejemplo, el artículo 362 del Código de Comercio señala que “*La cesión de cuotas implicará una reforma estatutaria. La correspondiente escritura pública será otorgada por el representante legal de la compañía, el cedente y el cesionario*”.

<sup>49</sup> Código de Comercio, artículo 356.

<sup>50</sup> Código de Comercio, artículo 358.

- j) Las universalidades que trata la Ley 546 de 1999.

## **7.2. Agentes colocadores o underwriters**

A diferencia de lo que ocurre para los emisores de valores, la regulación financiera no enumera las entidades que pueden actuar en calidad de underwriters en una emisión de valores. Por ello, debe analizarse el régimen de actividades autorizadas de cada entidad financiera para determinar si es posible que puedan celebrar o no tal contrato.

A partir del estudio del marco normativo relevante, concluimos que podrán ser underwriters las siguientes entidades:

- a) Las sociedades comisionistas de bolsa <sup>51</sup>, las comisionistas independientes de valores<sup>52</sup> y las corporaciones financieras<sup>53</sup> pueden actuar como underwriters en sus diferentes modalidades y sobre cualquier tipo de valores.

Es nuestra opinión, que a diferencia de las sociedades comisionistas de bolsa y corporaciones financieras, difícilmente las comisionistas independientes de valores tendrán el músculo financiero para tomar con su posición propia el total o parte de una emisión de valores para desarrollar el contrato de underwriting en firme o garantizado. No obstante, las comisionistas independientes de valores podrían coadyuvar en una colocación si cuentan con una red importante de clientes.

---

<sup>51</sup> Decreto 2555 de 2010, artículos 2.9.2.1.1, 2.9.4.1.1 y 7.1.1.1.2 y Ley 45 de 1990, artículo 7.

<sup>52</sup> Ley 27 de 1990, artículo 8.

<sup>53</sup> Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, artículo 12 y Decreto 2555 de 2010, artículo 7.1.1.1.2.

b) Compañías de financiamiento. De conformidad con el artículo 24, literal e) del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, las compañías de financiamiento pueden: “...Colocar, mediante comisión, obligaciones y acciones emitidas por terceros en las modalidades que autorice el Gobierno Nacional”.

Por el hecho de que solo puedan colocar emisiones mediante comisión y que aún no existe el reglamento con la autorización por parte del Gobierno Nacional a la que se hace referencia, entendemos que las compañías de financiamiento estarían autorizadas a celebrar contratos de underwriting al mejor esfuerzo y todo o nada, cuya naturaleza jurídica corresponde precisamente a la del contrato de comisión.

c) Las sociedades fiduciarias. Aunque no están expresamente autorizadas para actuar como underwriters en una emisión de valores, a partir de su capacidad para celebrar encargos fiduciarios, la Superintendencia Financiera ha sostenido que es posible jurídicamente estructurar una operación de underwriting al mejor esfuerzo en donde a la sociedad fiduciaria se le encargue la distribución de los valores.

En efecto, la Superintendencia Financiera ha manifestado que “...se considera que las sociedades fiduciarias tienen plena capacidad legal para desarrollar el contrato de underwriting al mejor esfuerzo, toda vez que como se expuso el citado contrato comprende aquella gestión destinada a la colocación de los valores que pueda absorber el mercado, para lo cual se requiere de la debida diligencia por parte de la sociedad fiduciaria, la que a su vez se caracteriza porque aprovecha los especiales conocimientos del mercado y por el despliegue de la mejor gestión para la colocación de la emisión, de tal forma que no existe traslado del riesgo, lo cual puede ser desarrollado a través del encargo fiduciario...”<sup>54</sup>

---

<sup>54</sup> Superintendencia Bancaria, Boletín de Conceptos 01 de 1998. Sección 3.1.

d) Los establecimientos bancarios.<sup>55</sup> Los establecimientos bancarios pueden colocar títulos de deuda pública emitidos por la Nación, pudiendo o no garantizar la colocación del total o de una parte de tales emisiones, o tomando la totalidad o una parte de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo.

De otra parte, conforme al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, los establecimientos bancarios también podrán ser agentes de transferencia y registro de valores. Sin embargo, debe precisarse que la realización de gestiones como la de promover la colocación de valores, la actuación como underwriter, etc., no están comprendidas en la órbita de acción del agente de transferencia y registro de valores, cuyo papel es meramente instrumental.<sup>56</sup>

### **7.3. Sindicato de agentes colocadores**

La práctica generalizada del mercado en la colocación de valores consiste en que dos o más instituciones financieras actúen conjuntamente como underwriters en una misma emisión, dando forma a un “sindicato de agentes colocadores”.

El Decreto 2510 de 2014, que modificó al Decreto 2555 de 2010, define en su artículo 6.1.2.1.1 al sindicato de colocadores como “...*al conjunto de corporaciones financieras y sociedades comisionistas que hayan participado en el proceso de estructuración y/o colocación y/o distribución de la oferta pública del respectivo valor*”.

La conformación de un sindicato de *underwriters* se justifica en la medida que facilita la colocación de la totalidad de los valores, puesto que se logra ampliar la red de

---

<sup>55</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 7.1.1.1.2, numeral 5

<sup>56</sup> Superintendencia Financiera, Concepto 2005054221-001 de 2006.

distribución financiera para alcanzar un mayor volumen de potenciales inversionistas.

Por otro lado, mediante la conformación de un sindicato de colocadores, se lograría una mejor administración del riesgo proveniente de la actividad de la adquisición en firme o garantizada de los valores.

Generalmente, dentro del sindicato de underwriters, existe un agente líder colocador, quien se encarga de dirigir las actividades precontractuales (*v.gr.*: acercamientos previos, negociaciones, debida diligencia, entre otros) y asume un compromiso mayor asociado a la cantidad de valores que se obliga a suscribir, ya sea primeramente o en subsidio del mercado, o en relación con la cantidad de valores que se obliga en distribuir, dependiendo de la modalidad de underwriting pactada.

La relación jurídica existente entre los agentes colocadores se regula contractualmente de forma independiente al contrato de *underwriting*, en el denominado contrato de sindicación. En algunas ocasiones aquello tiene como consecuencia que únicamente el agente líder colocador actúa como parte en el contrato de underwriting y los otros agentes colocadores se obligan para con éste a participar en la operación mediante el contrato de sindicación.

En el contrato de sindicación, las partes acuerdan acerca del monto de valores que se obligan a suscribir y/o colocar, sus funciones en el proceso de emisión, la coordinación de las actividades que deberán llevar a cabo el contrato de underwriting, entre otros aspectos relevantes.

## **8. OBLIGACIONES EN EL CONTRATO DE UNDERWRITING**

## 8.1. Obligaciones del emisor en el contrato de underwriting

Las siguientes obligaciones son aquellas que generalmente asume el emisor en el contrato de underwriting y son disponibles, salvo las que hemos definido anteriormente que son de la esencia del contrato:

- a) Emitir los valores en las condiciones pactadas y formular la oferta pública.
- b) Pagar a los underwriters la remuneración convenida.
- c) Informar a los agentes colocadores de todo lo relacionado con la emisión con anticipación, a fin de que éstos puedan prever debidamente las estrategias de mercado.
- d) Notificar al underwriter de cualquier acontecimiento que tenga un impacto material en el negocio de emisor y que signifique un cambio en la proyectada emisión.<sup>57</sup>
- e) No utilizar otros underwriters diferentes del sindicado colocador. Tampoco comprometer porciones de la emisión a ciertos inversionistas o asumir labores privativas de los underwriters.
- f) No llevar a cabo ninguna emisión de valores diferente a la que se obliga a efectuar en el respectivo contrato de underwriting por determinado período

---

<sup>57</sup> Cobra particular importancia en el underwriting en firme y garantizado donde previamente a la celebración del contrato, los agentes colocadores desplegaron todo un proceso de debida diligencia con el fin de evaluar el riesgo que asumen asociado a la operación y donde posiblemente se hayan detectado contingencias jurídicas que podrían materializarse durante la ejecución del negocio.

de tiempo y no revender los valores que hayan sido adquiridos por éste o sus vinculados económicos por el por el término fijado por la partes.

g) No llevar a cabo ninguna acción dirigida a la estabilización o manipulación en el precio de los valores.

## **8.2. Obligaciones de los agentes colocadores en el contrato de underwriting en firme**

Las siguientes son obligaciones que, según hemos visto, constituyen la esencia del contrato de underwriting en firme y por lo tanto no podrían ser disponibles por las partes, so pena de que pierda la caracterización de verdadero underwriting.

a) Suscribir los valores. Los agentes colocadores se obligan a suscribir y pagar los valores que ha de emitir el emisor, de acuerdo a las condiciones previstas en el prospecto preliminar de la oferta pública y al precio acordado en el respectivo contrato.

b) Ofrecer los valores en el mercado e informar al emisor sobre el monto que haya sido efectivamente enajenado entre el público inversionista. Los valores que sean suscritos por los agentes colocadores serán ofrecidos en reventa en las condiciones de precio fijadas en el prospecto de información de la emisión y pactadas en el respectivo contrato. No existe un límite temporal en la regulación que defina el término con el que debe contar el underwriter para colocar los valores.

### **8.2.1. Obligaciones de los agentes colocadores en el contrato de underwriting al mejor esfuerzo y todo o nada**

Igualmente, las siguientes son obligaciones que constituyen la esencia de dichos contratos, de acuerdo con lo expuesto con anterioridad y no son de libre disposición de las partes.

- a) Ejecutar la encomienda de colocar los valores en el mercado, de acuerdo al estándar de diligencia profesional del sector y realizando sus mejores esfuerzos, esto es, ejecutando cuantas actuaciones sean necesarias para procurar la venta de los valores y dar curso a las órdenes de suscripción recibidas.<sup>58</sup>
- b) Proceder con la ejecución personalmente, obrando según las consignas y especificaciones del comitente contenidas en el contrato de underwriting y en el prospecto de información, y en cuanto a lo allí no previsto, procurando en todo momento el interés del emisor.<sup>59</sup>
- c) Rendir cuenta de la ejecución de la encomienda; en particular, informar al emisor sobre el grado de ejecución del contrato de colocación, tanto como por volumen y clase de valores y tipos de compradores (clientes inversionistas o inversionistas profesionales).
- d) Entregar al comitente el dinero producto de los negocios que le han sido encomendados. En el contrato de underwriting que tiene el carácter de comisión mercantil, los agentes colocadores contraen y deben cumplir con esta obligación, pero con la particularidad que no entregan directamente al emisor los fondos producto de la venta de los valores, sin perjuicio de que su obligación así se entienda satisfecha. Sucede en el underwriting que los inversionistas entregan el precio de suscripción de los valores a los agentes colocadores para que éstos obren en nombre de aquellos en la negociación de los títulos y en el cumplimiento

---

<sup>58</sup> IBAÑEZ, Javier. *La Contratación en el Mercado de Valores*. Op Cit. pág. 156.

<sup>59</sup> *Ibíd.*

de la operación mediante la transferencia de fondos al agente administrador del sistema de compensación y liquidación de valores<sup>60</sup>, quien es la persona que finalmente le consigna los recursos al emisor.

### **8.2.2. Obligaciones que generalmente asumen de los agentes colocadores en el contrato de underwriting**

Las siguientes obligaciones son aquellas que generalmente contraen los agentes colocadores en las diferentes modalidades del contrato de underwriting y que no son de su esencia, y que por lo tanto, son disponibles por las partes.

- a) Participar y colaborar al emisor en actividades de promoción y mercadeo con inversionistas institucionales o personas naturales de alto valor (*high net worth individuals*).
- b) Implementar la estrategia de venta con el fin de incentivar la concurrencia del mayor número posible de inversionistas en la colocación de los valores.
- c) Atender oportunamente las solicitudes que presente el emisor.
- d) Asistir a las actividades necesarias para el cumplimiento del objeto del contrato, como reuniones, asambleas, etc., en coordinación con el emisor y de acuerdo a las instrucciones que éste le dé.

---

<sup>60</sup> La Ley 964 de 2005, artículo 9 y siguientes, entiende por compensación el proceso mediante el cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos derivadas de operaciones sobre valores. Se entiende por liquidación el proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación sobre valores, donde una parte entrega valores y la otra efectúa la transferencia de los fondos o valores.

e) Vincular como cliente a cualquier persona, con sujeción a la normatividad aplicable, que se encuentre interesada en presentar una postura de demanda a la oferta pública, independiente del número de valores que dicha persona esté interesada en adquirir, para vincularlo como cliente de la misma y que suministre toda la información que requiera para tal efecto.

f) Realizar ante Deceval todas las actuaciones que sean necesarias para actuar como depositante directo de los valores objeto de la emisión.

g) Estabilizar el precio de la emisión por el plazo y mediante los mecanismos establecidos en el Decreto 2510 de 2014.

En consideración a su novedad en el marco normativo colombiano y su importancia en el contrato de underwriting, describiremos con mayor profundidad la estabilización de precios en las ofertas públicas de valores.

Es significativo recalcar que la labor de los underwriters puede no agotarse en la colocación de los valores en el mercado primario, sino que su labor puede extenderse al mercado secundario cuando pretende estabilizar el precio los valores cuando estos ya se encuentran en circulación y su precio se sitúa por debajo del que fueron ofrecidos públicamente.<sup>61</sup>

Ante esa realidad jurídico-financiera, el Decreto 2510 de 2014 que modifica y adiciona el Decreto 2555 de 2010, se ocupa de llenar el vacío normativo que existía hasta ese entonces y regula la actividad de estabilización de precios en las ofertas públicas de valores.

---

<sup>61</sup> ELLIS, Katrina; MICHAELLY, Roni & O'HARA, Maureen. Op Cit., pág. 15.

El mencionado Decreto define al ente estabilizador como *“la sociedad comisionista, contratada por el emisor, que haya participado en el proceso de estructuración (actuando en calidad de agente estructurador) y/o colocación (actuando en calidad de agente colocador) de oferta pública del respectivo valor, quien podrá realizar por cuenta propia o ajena, operaciones de compra de valores, la colocación de ofertas de compra (puntas de demanda), así como ejercer el objeto del contrato de suscripción adicional y de readquisición según sea el caso, con el propósito de prevenir o retardar la disminución del precio de valor emitido”*.

Por su parte, el mencionado Decreto 2510 de 2014, define el contrato de estabilización como *“el acuerdo suscrito entre el emisor y el estabilizador mediante el cual se regulan los derechos y obligaciones de cada una de las partes, a efectos de prevenir o retardar la disminución del precio del valor emitido”*.

En esa línea, el mencionado Decreto establece que el estabilizador cuenta con dos mecanismos de estabilización de ofertas públicas: (i) el contrato de adjudicación adicional, y (ii) el contrato de readquisición.

De un lado, el contrato de adjudicación *“corresponde al acuerdo suscrito entre el estabilizador y el emisor, mediante el cual el estabilizador tiene el derecho, pero no la obligación, de solicitar al emisor hasta un quince por ciento (15%) de los valores objeto de estabilización, a efectos de cubrir, en caso de ser necesario, la transferencia temporal de valores”*.

De otro lado, el contrato de readquisición, *“corresponde al acuerdo suscrito entre el estabilizador y el emisor, mediante el cual el estabilizador tiene el derecho pero no la obligación de vender al emisor hasta un quince por ciento (15%) de los valores objeto de estabilización”*.

Lo que el Decreto 2510 de 2014 denomina como “contrato de suscripción adicional” no es nada más que lo que se conoce en los mercados internacionales como la cláusula *greenshoe*; y de su parte, lo que denomina como “contrato de readquisición” equivale a la cláusula *reverse greenshoe*, que ya se venía pactando en los contratos de underwriting, pero que carecían de regulación en Colombia.

El citado Decreto dispone que los mecanismos de estabilización deben ejecutarse a través de operaciones de transferencias temporales de valores, las cuales consisten en que el underwriter adquiere los valores objeto de la emisión, con lo que se pretende estabilizar su precio, y posteriormente los retransfiere al vendedor al que inicialmente le había vendido los valores. Por ello, la labor del underwriter pretende exclusivamente conseguir que con su demanda sobre el valor se procure la estabilización de su precio, sin que su función no se tergiverse a cumplir propósitos de inversión, puesto que desinvierte mediante la retransferencia del título a quien se lo vendió.

Se requiere que las operaciones de transferencia temporal de valores realizadas por los underwriters tengan como contraparte exclusivamente a inversionistas profesionales<sup>62</sup> o inversionistas que tengan una participación igual o superior al 25% en el capital con derecho a voto del respectivo emisor.

---

<sup>62</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 7.2.1.1.2.”... *Para efectos de ser categorizado como “inversionista profesional”, el cliente deberá acreditar al intermediario, al momento de la clasificación, un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) SMMLV y al menos una de las siguientes condiciones: 1. Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) SMMLV, o 2. Haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta (60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) SMMLV.”*

## 9. PERFECCIONAMIENTO DEL CONTRATO DE COLOCACIÓN DE VALORES O *UNDERWRITING*

La doctrina ha sostenido que el contrato de *underwriting* se perfecciona en el momento en que las partes manifiestan recíprocamente su consentimiento, pues no hay exigencia legal para que sea celebrado bajo alguna forma solemne.<sup>63</sup>

Incluso, para el *underwriting* que reviste la naturaleza del contrato de comisión mercantil, no se requeriría que el comisionista-*underwriter* manifieste expresamente su voluntad de contratar, puesto que se presumirá aceptado el encargo por el solo hecho de que no haya sido rehusado dentro de los tres días siguientes a aquel en que recibió la propuesta respectiva.<sup>64</sup>

Rechazamos que el contrato de *underwriting* sea un contrato real porque la transferencia de los valores es un acto ejecutorio del contrato<sup>65</sup>, y según señalamos anteriormente, lo que determina su perfeccionamiento es la concurrencia de voluntades de las partes, ya que no existe exigencia legal que para su nacimiento a la vida jurídica se requiera de solemnidad alguna.

En tal virtud, el contrato de *underwriting* podría celebrarse en forma verbal o escrita y en ambos casos gozaría de plenos efectos legales.

Sin perjuicio de lo anterior, por tratarse de un contrato que reviste de complejidad jurídica y cuyo objeto es la canalización de millonarios recursos, es aconsejable su instrumentación por escrito, toda vez que se otorgaría mayor certeza y seguridad

---

<sup>63</sup> Por ejemplo, véase PEÑA NOSSA, Lisandro. *De los Contratos Mercantiles Nacionales e Internacionales*. Ecoe Ediciones. Segunda Edición. Bogotá D.C. 2006. pág. 470.

<sup>64</sup> Código de Comercio, artículo 1288.

<sup>65</sup> BARBIER, Eduardo Antonio. *Contratación Bancaria 2. Empresas*. Op. Cit. pág. 256.

en la determinación del cúmulo de derechos y obligaciones que corresponde a cada parte.

Adicionalmente, el procedimiento de registro de los valores en el RNVE y de autorización de su oferta pública, implica presentar ante la Superintendencia Financiera copia autentica de los contratos se hayan celebrado con underwriters para facilitar la colocación de los valores<sup>66</sup>, por lo que en la práctica el contrato terminaría necesariamente celebrándose por escrito.

Es importante tener en cuenta que los actos jurídicos que se celebren como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por la Superintendencia Financiera serán ineficaces<sup>67</sup>, salvo las acciones restitutorias o de perjuicios a que haya lugar.<sup>68</sup>

Por otro lado, el perfeccionamiento del modo que da lugar a la transferencia de la propiedad de los valores se materializa mediante la anotación en cuenta en el registro electrónico llevado por Deceval<sup>69</sup>, y de la misma forma, se da la transferencia de la propiedad de los valores en sus negociaciones secundarias.

Igualmente, se producirá un cambio en la titularidad cuando estamos frente a operaciones de transferencia temporal de valores.<sup>70</sup> Aquello cobra particular

---

<sup>66</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 5.2.1.1.5.

<sup>67</sup> Código de Comercio, artículo 897. *“Cuando en este Código se exprese que un acto no produce efectos, se entenderá que es ineficaz de pleno derecho, sin necesidad de declaración judicial.”*

<sup>68</sup> Ley 32 de 1979, artículo 10.

<sup>69</sup> Ley 964 de 2005, artículo 12.

<sup>70</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 2.36.3.1.3. *“Las operaciones de transferencia temporal de valores son aquellas en las que una parte (el “Originador”), transfiere la propiedad de unos valores (objeto de la operación) a la otra (el “Receptor”), con el acuerdo de retransferirlos en la misma fecha o en una fecha posterior.”*

relevancia en relación a los títulos que son objeto del contrato de suscripción adicional y de readquisición para la estabilización del precio de los mismos.

## **10. EL PRECIO O CONTRAPRESTACIÓN EN EL CONTRATO UNDERWRITING**

En el contrato de underwriting en firme y en el garantizado, cuando haya lugar en éste último, el precio que pagarán los agentes colocadores a cambio de la titularidad de los valores será el valor total de la emisión con un descuento a partir del cual obtendrán su margen de ganancia cuando tenga lugar la colocación.

De otra parte, el underwriting al mejor esfuerzo y todo o nada, los agentes colocadores reciben un porcentaje de comisión a partir del monto total de las ventas realizadas. En ese sentido, en estos tipos de underwriting resulta más técnico hablar de contraprestación que de precio.

Tanto el descuento sobre el valor total de la emisión como el porcentaje de comisión son de libre negociación entre las partes.

En adición a lo anterior, en todas las modalidades de contratación de underwriting se acostumbra pagar a los colocadores una suma fija por concepto de honorarios que buscan compensar los costos y gastos incurridos en la operación y que pretenden compensar el riesgo asumido por la operación en el underwriting en firme y garantizado (*underwriting fees*).

---

*A su vez, el Receptor transferirá al Originador la propiedad de "otros valores" (no objeto de la operación), o una suma de dinero de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación; o entregará dicha suma de dinero u "otros valores" en garantía a un sistema de negociación de valores o a una bolsa de valores vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia."*

## 11. DETERMINACIÓN DEL PRECIO EN EL CONTRATO DE UNDERWRITING

Para efectos de la determinación del precio de los valores en el contrato de underwriting, será posible que las partes: i) fijen directamente entre ellos el precio de los valores<sup>71</sup>; ii) acuerden que el precio sea señalado por un tercero<sup>72</sup>, quien generalmente será una entidad especializada en la banca de inversión; o iii) pacten que el precio será determinado mediante el sistema de construcción del libro de ofertas (*bookbuilding*)<sup>73</sup>, que explicaremos más adelante en este Capítulo.

Para el caso particular de las acciones, ya sea que el precio sea señalado por las partes o por un tercero, deberá ser el resultado de un estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente, de acuerdo con el artículo 41 de la Ley 964 de 2005.<sup>74</sup>

Por su parte, el bookbuilding constituye uno de aquellos estudios de reconocido valor técnico.<sup>75</sup>

---

<sup>71</sup> Código Civil, artículo 1864.

<sup>72</sup> Código Civil, artículo 1865.

<sup>73</sup> Decreto 2555 de 2010, Parte VI, Título II

<sup>74</sup> Ley 964, artículo 41. “*El reglamento de suscripción de acciones de las sociedades inscritas contendrá: a) La cantidad de acciones que se ofrezca, que no podrá ser inferior a las emitidas; b) La proporción y forma en que podrán suscribirse; c) El plazo de la oferta, que no será menor de quince (15) días ni excederá de un (1) año; d) El precio a que sean ofrecidas, el cual deberá ser el resultado de un estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente.*

*Los estatutos o la asamblea general de accionistas podrán disponer que lo dispuesto en este literal no será aplicable, en cuanto hace relación al estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente; e) Los plazos para el pago de las acciones. (...)*” (Subraya fuera de texto original).

<sup>75</sup> Decreto 2555 de 2010, artículo 6.2.2.13, numeral 2, literal f).

Sin embargo, la Superintendencia Financiera ha manifestado que *“una sociedad no inscrita, que pretenda inscribir por primera vez sus acciones en el RNVE, no podrá acogerse a la regulación establecida en el artículo 41 de la Ley 964, resultando necesario que se acoja a las condiciones previstas en el artículo 386 y siguientes del Código de Comercio para reglamentar la emisión de acciones que pretende ofertar públicamente”*.<sup>76</sup>

Por lo tanto, será una excepción a que el precio de las acciones sea determinado conforme a procedimientos reconocidos técnicamente cuando la sociedad que vaya a ofrecer públicamente sus acciones por primera vez (*initial public offering - IPO*), en la medida que el reglamento de emisión y colocación deberá sujetarse al artículo 386 del Código de Comercio.<sup>77</sup>

Dicho artículo 386 del Código de Comercio, a diferencia del artículo 41 de la Ley 964 de 2005, no exige que deba ser conforme a un procedimiento reconocido técnicamente, lo cual facilita el proceso de emisión para dichas sociedades que se financian por primera vez mediante la oferta pública de acciones en el mercado de valores.

De otra parte, la determinación del precio para el caso de los bonos, por tratarse de un empréstito fraccionado en múltiples valores de renta fija, su valor nominal es el resultante de dividir el monto total de la deuda por la cantidad de títulos a emitir.

---

<sup>76</sup> Superintendencia Financiera, Concepto 2008079746-001 de 2009.

<sup>77</sup> Código de Comercio, artículo 386. *El reglamento de suscripción de acciones contendrá: 1) La cantidad de acciones que se ofrezca, que no podrá ser inferior a las emitidas; 2) La proporción y forma en que podrán suscribirse; 3) El plazo de la oferta, que no será menor de quince días ni excederá de tres meses; 4) El precio a que sean ofrecidas, que no será inferior al nominal, y 5) Los plazos para el pago de las acciones.* (Subraya fuera de texto original).

No obstante, será posible que se prever una prima adicional o un descuento sobre el valor nominal del bono, dependiendo del juicio de las partes y/o los resultados de estudios de promoción preliminar de los valores.

Ahora bien, la construcción del libro de ofertas consiste en el procedimiento según el cual un emisor puede determinar el precio, la distribución y asignación de cualquier tipo de valores a emitir y el tamaño de la emisión, ya sea directamente o por intermedio de uno o varios terceros (generalmente las entidades que actuarán como colocadores), a través del mercadeo, la promoción preliminar de los valores y la recepción y registro de órdenes de demanda en un libro de ofertas.

El libro de ofertas es administrado o construido por un “agente de manejo” (*bookrunner*), quien generalmente coincide con el agente líder colocador de la emisión y al que le asisten los demás agentes colocadores mediante el suministro de información.

Para obtener la determinación del precio, el emisor publica un precio o tasa mínima y la cantidad de valores a colocar. Los potenciales inversionistas realizan órdenes de demanda por el monto de valores que pretendan que les sean adjudicados y el precio al que estarían dispuestos a pagar. Los underwriters recolectan dicha información, la suministran al agente de manejo, quien la ingresa al libro de ofertas.

A partir de la construcción del libro de ofertas, el emisor y los agentes colocadores asignan el precio de los valores y los adjudican hasta la concurrencia del monto total de la emisión a aquellos inversionistas que hayan efectuado órdenes de demanda por un precio igual o superior al asignado.

En tal virtud, los potenciales inversionistas se verán incentivados al inicio del proceso a realizar órdenes de demanda por un precio competitivo si no quieren correr el riesgo que no les adjudiquen valores.

Por último, es importante anotar que el precio irrisorio se tendrá como no pactado para efectos comerciales<sup>78</sup> y será desconocido para efectos fiscales cuando se aparte en un más del 25% de los precios establecidos en el comercio para bienes de la misma especie.<sup>79</sup>

## **12. EXTINCIÓN DEL CONTRATO DE UNDERWRITING**

Por lo general, el contrato de underwriting podría extinguirse por alguna de las siguientes vías:

a) El contrato de underwriting en firme se extingue por cumplimiento contractual, en virtud de la suscripción de la totalidad de la emisión y su posterior colocación en el mercado.

b) El contrato de underwriting al mejor esfuerzo y todo o nada se extingue por cumplimiento contractual, en virtud de la colocación total de los títulos o por la finalización del plazo de recepción de aceptaciones de la oferta pública.

c) Además, el contrato de underwriting al mejor esfuerzo y todo o nada, por tener la naturaleza jurídica del contrato de comisión, se extingue por las mismas causas del mandato en general señaladas en el artículo 1279 y siguientes del Código de Comercio.

d) El contrato de underwriting garantizado se extingue por la colocación total de los títulos o bien por la compra de los valores no colocados y su posterior colocación en el mercado.

---

<sup>78</sup> Código de Comercio, artículo 920.

<sup>79</sup> Estatuto Tributario, artículo 90.

e) Se extingue el contrato de underwriting si la Superintendencia Financiera ordena la cancelación del registro de los valores en el RNVE antes de que ocurra su oferta pública, en cuyo caso, se imposibilitaría su ejecución por falta de objeto de las obligaciones de las partes.

f) Se extingue el contrato de underwriting por la disolución y liquidación forzosa o voluntaria de él o los agentes colocadores o del emisor, puesto que desaparecería el sujeto de uno de los extremos del contrato.

## CONCLUSIONES

A partir del estudio del contrato de underwriting, concluimos que en su modalidad en firme, se trata éste de un contrato de compraventa o de suscripción de acciones, según se negocien acciones u otros valores, con la particularidad que la obligación de compra en cabeza de los underwriters se encuentra afectada con un modo o carga que consiste en la enajenación de los valores entre el mercado con posterioridad a su adquisición.

En cuanto al contrato de underwriting garantizado, hemos concluido que se trata de un negocio jurídico complejo, cuyo objeto está compuesto por elementos del contrato de comisión mercantil y de la compraventa o de la suscripción de acciones, si la oferta pública será de dichos valores.

Con respecto al underwriting al mejor esfuerzo confirmamos que, al igual que lo ha hecho pacíficamente la doctrina, tiene la naturaleza jurídica del contrato de comisión mercantil, pero identificamos una diferencia importante con respecto a la obligación tradicional del comisionista de entregar al comitente el producto de los negocios encomendados, puesto que en virtud de la operatividad del mercado de valores, dicha obligación es llevada a cabo por una persona diferente de los contratantes.

En adición a lo anterior, se logró identificar con claridad cuáles intermediarios del mercado de valores pueden actuar en una emisión de valores en calidad de underwriters, sobre los cuales no existe una enumeración articulada, sino que fue necesario analizar las actividades permitidas para cada entidad financiera de acuerdo a la normatividad colombiana.

Por su parte, a partir del análisis de diversos contratos de underwriting y de su estructura jurídica, describimos las obligaciones que asumen las partes de forma

general en el contrato y las obligaciones específicas en cada una de sus modalidades.

De otro lado, describimos el perfeccionamiento del contrato de underwriting y algunos aspectos prácticos que terminan exigiendo su instrumentación por escrito en aras a que el potencial emisor obtenga la autorización del registro de los valores en el RNVE y de su oferta pública por parte de la Superintendencia Financiera, tal como lo aconseja la práctica jurídica atendiendo al volumen de activos objeto de estos contratos.

Igualmente, describimos los distintos rubros que conforman el precio que se pacta en el contrato de underwriting y las alternativas que tienen las partes para su determinación.

Por último, manifestamos aquellos eventos en los que consideramos que se da la extinción del contrato de underwriting.

## BIBLIOGRAFÍA

ARRUBLA, Jaime. *Contratos Mercantiles – Contrato Típicos*. Tomo II. Editorial Dike. 12ª Edición. Medellín. 2008.

ARRUBLA, Jaime Alberto. *Contratos Mercantiles Atípicos*. Editorial Diké. Tercera Edición. Medellín. 1999.

BARBIER, Eduardo Antonio. *Contratación Bancaria 2. Empresas*. Editorial Astrea. Buenos Aires. 2002.

BONEO VILLEGAS, Eduardo. *Underwriting, instrumento del Mercado de Capitales*. Información Empresaria. No. 243. 1989.

ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. *Derecho Comercial y Económico. Contratos Parte Especial*. Editorial Astrea de Alfredo y Ricardo Depalma. Buenos Aires. 2000.

LINARES BRETON, Samuel. *La Operación Financiera del “Underwriting”*. Revista Jurídica La Ley. Tomo 140, Buenos Aires. Oct/Dic. 1970.

HSUAN-CHI, Chen, & RITTER, Jay R. *The Seven Percent Solution*. The Journal of Finance. Vol. LV No. 3. June, 2000.

IBAÑEZ, Javier. *La Contratación en el Mercado de Valores*. Marcia Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid. 2001.

LEÓN, Joaquín y LEÓN, Guillermo. *Las Operaciones de Underwriting como Mecanismo de Capitalización de la Sociedad Anónima*. Trabajo de grado para optar el título de Magister en Administración. Universidad EAFIT. 1994.

PEÑA NOSSA, Lisandro. *De los Contratos Mercantiles Nacionales e Internacionales*. Ecoe Ediciones. Segunda Edición. Bogotá D.C. 2006.

RENGIFO, Ramiro. *Títulos Valores*. Señal Editora. Décimo Tercera Edición. Medellín. 2010.

TORRADO, Heli Abel. *Seminario sobre Underwriting de Valores*. Banco de la República, Comisión Nacional de Valores, IFC. Bogotá. 1984.