

# **EL CONTRATO DE UNDERWRITING Y LA RESPONSABILIDAD CIVIL EN LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE VALORES**

**Camilo Argüello Liévano**

# **EL CONTRATO DE UNDERWRITING Y LA RESPONSABILIDAD CIVIL EN LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE VALORES**

**CAMILO ARGÜELLO LIÉVANO**  
Pontificia Universidad Javeriana

**Director:**  
**JUAN PABLO GONZÁLEZ MEJÍA**

**Bogotá - 2013**

TÍTULO DE LA MONOGRAFÍA

*EL CONTRATO DE UNDERWRITING Y LA RESPONSABILIDAD CIVIL EN LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE VALORES*

AUTOR

*CAMILO ARGÜELLO LIÉVANO*

DIRECTOR

*Doctor JUAN PABLO GONZALE MEJÍA*

ÁREA DEL CONOCIMIENTO

*Derecho financiero y derecho de la responsabilidad civil*

## NOTA DE ADVERTENCIA

*“La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de tesis. Solo velará por que no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y por que las tesis no contengan ataques personales contra persona alguna, antes bien se vea en ellas el anhelo de buscar la verdad y la justicia”.*

## **EL CONTRATO DE UNDERWRITING Y LA RESPONSABILIDAD CIVIL EN LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE VALORES**

### **Resumen:**

La presente monografía de grado trata el tema del contrato de underwriting como un instrumento jurídico y financiero de la mano del cual se ha desarrollado el mercado de valores. Siendo este contrato uno de aquellos atípicos en el derecho colombiano, se hace una caracterización del mismo a partir de elementos de otros contratos que le son afines. Así mismo se hace un análisis de la responsabilidad civil que se puede derivar de este contrato y, en general, de la emisión y colocación de valores, tanto para quienes fungen como colocadores como para los emisores e inversionistas.

### **Palabras clave:**

Underwriting de valores, mercado primario, contrato de comisión, tipicidad contractual, emisión de valores, colocación de valores, deberes de los intermediarios de valores.

## Tabla de contenido

INTRODUCCIÓN .....	12
CAPITULO I.....	15
APROXIMACIÓN AL MERCADO PRIMARIO DE VALORES .....	15
1. Definición.....	15
2. Elementos del mercado primario: .....	17
2.1 Emisor de Valores:.....	17
2.2 Valores: .....	17
2.3 Oferta pública de valores. ....	18
2.4 El inversionista.....	22
3. Actividades que se desarrollan en el mercado primario de valores. ....	23
3.1 Emisión: .....	23
3.2 Colocación .....	27
CAPÍTULO II .....	30
EL CONTRATO DE UNDERWRITING.....	30
1. Definición del contrato de underwriting .....	31
2. Naturaleza jurídica del underwriting.....	34
3. Características. ....	38
3.1 Atípico.....	38
3.2 Principal. ....	40
3.3 Consensual. ....	41
3.4 Aleatorio o conmutativo: .....	42
4. Elementos de existencia y validez del contrato:.....	43
4.1 Elementos para la existencia: .....	43
4.2 Requisitos para la validez: .....	45
5. Obligaciones generales de las partes .....	47
5.1 Obligaciones del emisor.....	47
5.2 Obligaciones del Underwriter. ....	50
6. Modalidades del contrato .....	54
6.1 Underwriting en firme: .....	54
6.2 Underwriting en garantía o garantizado:.....	56
6.3 Underwriting al mejor esfuerzo: .....	57

CAPITULO III .....	60
RESPONSABILIDAD CIVIL EN LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN .....	60
1. Responsabilidad civil en la etapa pre-contractual. ....	61
1.1 Deber de información: .....	62
1.2 Deber de reserva: .....	63
1.3 Abstenerse de realizar actos anti-funcionales: .....	64
1.4 Deber de actuar de buena fe: .....	65
1.5 Imputación de la responsabilidad en la etapa pre-contractual e indemnización del daño. ....	65
2. Responsabilidad contractual de las partes: .....	71
2.1 Emisor: .....	71
2.2 Underwriter: .....	72
2.3 Responsabilidad del inversionista: .....	81
3. Incumplimiento de los deberes generales de conducta en el desarrollo del contrato: .....	82
3.1 Deber de información: .....	83
3.2 Deber de fidelidad: .....	84
3.3 Deber de reserva .....	84
3.4 Deber de protección: .....	86
3.5 Deber de cooperación .....	86
3.6 Responsabilidad de las partes por el incumplimiento de los deberes generales de conducta: .....	87
4. Responsabilidad del Estado y las instituciones de inspección vigilancia y control .....	87
CAPITULO IV .....	89
MANEJO DEL CONTRATO DE UNDERWRITING EN OTRAS LATITUDES .....	89
1. Breve aproximación al manejo del contrato de underwriting en Estados Unidos. ....	89
2. Análisis de la decisión de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos en el caso 10-1261 Credit Suisse Securities (USA) LLC v. Simmonds (03/26/2012).....	95
CAPITULO V. ....	97
CONCLUSIÓN .....	97
BIBLIOGRAFÍA: .....	100

## INTRODUCCIÓN

El mercado de capitales en sentido amplio, es uno de los foros que mueve mayor cantidad de dinero en un solo día. De tal suerte, la mayoría de activos que circulan dentro de este mercado nacen como producto de una emisión hecha por lo general por una persona jurídica que requiere captar grandes montos de capital.

Hace algunos años, en Colombia teníamos un mercado de valores poco desarrollado que no brindaba mayores oportunidades de endeudamiento público a las empresas con necesidad de capital. Por consiguiente, el endeudamiento con el sistema financiero intermediado a través de contratos de mutuo era la mejor y más económica opción para dichas empresas, teniendo en cuenta las trabas y castigos que el Estado le imponía al capital<sup>1</sup>. La anterior situación se reflejó en un subdesarrollado mercado de capitales y a su vez, un gran crecimiento de los mercados financieros intermediados.

El Estado colombiano, a principios de la década de los noventa, a través de legislación y regulación a todos los niveles, comenzó a expedir una serie de normas tendientes a la activación de un mercado de capitales que a la fecha era de un tamaño mínimo. Es así como se expidió como precursora de este cambio la Ley 45 de 1990, la cual tenía como lineamientos básicos: “*En*

---

<sup>1</sup> Para mayor ilustración vale la pena hacer una lectura de las memorias del seminario sobre underwriting de valores de 1984, en el cual varios de los ilustres expositores relatan de manera detallada como la legislación colombiana en materias económicas y tributarias, para ese momento, resultaba altamente nociva para el desarrollo de un mercado de valores. Cfr. Mercado de valores colombiano: Legislación vigente. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984.



*primer lugar, lograr una mayor profundización financiera y, por lo tanto, una mayor capacidad de financiamiento de la economía; en segundo término, promover la desregulación de la actividad financiera, facilitando su quehacer, pero al propio tiempo sometiéndola a mayores exigencias de capital y de regulación prudencial y, por último, se propuso la búsqueda de una mayor eficiencia relativa de las entidades de crédito, a partir de la introducción de nuevos factores determinantes de la competencia bancaria y el replanteamiento de los sistemas mismos para facilitar ganancias de productividad mediante economías de escala y una administración más adecuada de los riesgos financieros”<sup>2</sup> .*

De esta manera, en Colombia se salda la discusión entre “Más o menos regulación en el sector financiero”, cuando por medio de la Ley 45 de 1990 se plantea una regulación que, sin ser laxa, habilita y a su vez facilita en gran parte el desarrollo de un mercado de valores, atractivo tanto para los inversionistas como para los emisores e intermediarios.

Esta monografía de grado pretende determinar, en primer lugar, si el underwriting como contrato bajo el cual ha crecido el mercado de valores durante los últimos años, debería ser regulado y tipificado en la legislación. En el mismo sentido, se quiere hacer una revisión de los regímenes de responsabilidad a los que se encuentra expuesta cada una de las partes de este contrato, y quienes sin ser parte, intervienen o bien influyen la celebración o ejecución del mismo.

Para estos efectos, en primer lugar, se hará un acercamiento al mercado de valores primario, dentro del cual se desarrolla principalmente el underwriting; en segundo lugar, analizaremos el underwriting de valores haciendo un paralelo junto con otros contratos de intermediación y de colaboración, de manera tal que se determine ciertamente que tan propias pueden llegar a ser sus

---

<sup>2</sup> MARTINEZ Neira, Néstor Humberto. Cátedra de Derecho Bancario Colombiano. Segunda Edición LEGIS. Bogotá. 2006. Pg. 200

características, o si bien, no es más que la unión y mezcla de muchos otros contratos, en tercer lugar habiendo individualizado este instrumento financiero, se entrará a analizar en cada una de sus modalidades, cómo funciona, y cómo se le imputa responsabilidad civil a cada una de las partes que intervienen, así como si se le puede o no atribuir responsabilidad a quienes sin ser parte del contrato lleguen a influenciar de alguna manera la celebración o ejecución del mismo. Finalmente, se hará una breve referencia al tratamiento que a este tema se le ha dado en estrados internacionales.

## CAPITULO I

### APROXIMACIÓN AL MERCADO PRIMARIO DE VALORES

#### 1. Definición

A continuación, se explicará lo que es el mercado primario de valores, del cual no existe una definición legal en Colombia y es nuestro deber definirlo junto con sus características, por la importancia angular que este concepto representa para el desarrollo del presente trabajo.

El vital valor del mercado primario de valores dentro del presente documento, deviene en que la celebración, ejecución y liquidación del contrato de underwriting se da exclusivamente en el mercado primario de valores. Por otra parte, dentro del mercado secundario, podríamos encontrar algunas figuras afines al underwriting pero que se rigen por normas especiales que en gran medida no le son aplicables a este contrato, por ejemplo, la oferta pública de enajenación de valores, por medio de la cual se pretende como su nombre lo indica, enajenar de manera pública y masiva una cantidad representativa de una especie inscrita que ya se encuentra en negociación. Si bien entre estas figuras se presentan similitudes innegables, sus diferencias también son notables. En efecto, mientras en el underwriting habrá una relación contractual directa entre el inversionista y el emisor (generalmente y dependiendo de la modalidad utilizada), la relación jurídica en la oferta pública de enajenación se da entre cualquiera que tenga la cantidad de valores necesaria para efectuarla y cualquier otro agente del mercado que esté dispuesto a adquirirlos.

Así las cosas, nuestra Superintendencia Financiera define el mercado primario como, “(...) *aquel en el cual se emiten los valores objeto de la oferta para colocarlos por primera vez entre los destinatarios de la misma*”<sup>3</sup>. Aunque la anterior definición nos da un esquema que facilita el entendimiento general del concepto, nosotros en lo personal, pensamos que se queda corta para describir la operación dentro del mercado primario de valores que, a nuestro juicio, es más amplia y abarca más variables de las que nombra someramente la Superintendencia.

Sería más adecuado para el presente estudio, definir el mercado primario como aquel que “(...) *tiene lugar únicamente en la primera negociación de los activos financieros, es decir, su primera adquisición por parte de los agentes económicos. Como contrapartida, la empresa, el particular o, en general, el agente emisor recibe una contraprestación en forma de dinero normalmente*”<sup>45</sup>.

Definición que si bien, ya trae los elementos propios del mercado primario, nos toca alterar, prescindiendo de algunas expresiones que para el derecho financiero colombiano resultan inadecuadas, tales como: “activos financieros”, ya que la legislación local tiene establecido que los objetos de una emisión son valores y no cualquier activo financiero; también se refiere esta definición a “la empresa”, concepto que en Colombia tiene una definición legal dada<sup>6</sup> y de suyo, no se encuentra incluido dentro de los emisores descritos en el artículo 5.2.1.1.2 del Decreto Único.

Es por lo tanto necesario, a partir de los elementos plasmados en el párrafo anterior, construir una definición que se adecúe a la legislación colombiana y en especial el marco normativo del

---

<sup>3</sup> Superintendencia Financiera Concepto 2007002466-001 del 1 de febrero de 2007

<sup>4</sup> LÓPEZ, Joaquín. ROJO, Javier. Los mercados de valores organización y funcionamiento. EDICIONES PIRAMIDE. Madrid 2004. Pg. 55

<sup>5</sup> En el mismo sentido Cfr. MEOÑO Briansó, Mario. Operaciones Bursátiles. Editorial Universidad Estatal a Distancia. San José de Costa Rica 2006. Pg. 26

<sup>6</sup> La definición de empresa se consagra de manera expresa en el artículo 25 del Código de Comercio que a su tenor literal dice: “Se entenderá por empresa toda actividad económica organizada para la producción, transformación, circulación, administración o custodia de bienes, o para la prestación de servicios. Dicha actividad se realizará a través de uno o más establecimientos de comercio”

mercado de valores. Se propone entonces definir el mercado primario como: aquel al que acude un emisor ávido de capital para, por medio de oferta pública, ofrecer a los inversionistas, valores que se negocian por primera vez.

## **2. Elementos del mercado primario:**

### **2.1 Emisor de Valores:**

En primer lugar, un emisor, quien dentro del esquema del sistema financiero, se encuentra en el sector deficitario de capital. Dicho emisor deberá cumplir con los requisitos que la ley y los reglamentos establecen para obtener dicha calidad<sup>7</sup>.

### **2.2 Valores:**

En segundo lugar, encontramos el objeto de dichas emisiones que, en términos generales, serán valores entendidos dentro del contexto y definición que trae la el artículo segundo de la Ley 964 de 2005<sup>8</sup>. Para la descripción que se está haciendo del mercado primario, cabe hacer dos

---

<sup>7</sup> Ver numeral 3.1 del Capítulo I del presente trabajo

<sup>8</sup> Ley 964 de 2005 **Artículo 2**. Concepto de valor.

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.

Parágrafo 1°. No se considerarán valores las pólizas de seguros y los títulos de capitalización.

Parágrafo 2°. Cuando concurren en un mismo emisor las calidades de acreedor y deudor de determinado valor, solo operará la confusión si el título estuviere vencido o si ella fue prevista en el correspondiente prospecto de emisión o, en su defecto, en las condiciones contractuales del respectivo valor.

Parágrafo 3°. Lo dispuesto en la presente ley y en las normas que la desarrollen y complementen será aplicable a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores. Los productos a que se refiere el presente parágrafo solo podrán ser ofrecidos al público previa su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Parágrafo 4°. El Gobierno Nacional podrá reconocer la calidad de valor a los contratos y derivados financieros que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, previa información a la Comisión de Regulación de Energía y Gas, para lo cual esta última tendrá en cuenta la incidencia de dicha determinación en el logro de los

salvedades al respecto: por una parte, dichos valores deberán estar inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y por otro lado, si bien todos los catalogados como valores pueden negociarse en el mercado primario, únicamente hará parte de este mercado el primer negocio de enajenación del valor que efectúe el emisor o su intermediario, pues todas las subsecuentes operaciones de dicho valor, serán parte del mercado secundario.

### **2.3 Oferta pública de valores.**

En tercer lugar, encontramos la oferta pública frente a la cual en el presente caso hay que hacer una referencia a la legislación comercial, ya que en el mercado primario, la oferta pública de valores contiene algunos de los efectos que se le otorgan a la oferta en el Código de Comercio, los cuales no se encuentran claramente definidos en el ámbito del derecho financiero<sup>9</sup>. En este entendido, de manera general, la oferta se presenta como una primera manifestación de consentimiento para celebrar un acto jurídico, así, el oferente manifiesta su consentimiento para contratar a través de este acto jurídico unilateral, dejando en manos de la o las personas a las que va dirigida dicha oferta, la formación del contrato en cuanto éstos manifiesten su consentimiento y comuniquen su aceptación pura y simple.

Retomando, en el ámbito comercial, la oferta está definida por el Código de Comercio en el Artículo 845 que establece “*La oferta o propuesta, esto es, el proyecto de negocio jurídico que*

---

objetivos legales que le corresponde cumplir a través de las funciones que le atribuyen las Leyes 142 y 143 de 1994, así como aquellas que las modifiquen, adicionen o sustituyan.

Parágrafo 5°. Los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiarla de regreso. Tampoco procederá acción reivindicatoria, medidas de restablecimiento de derecho, comiso e incautación, contra el tercero que adquiera valores inscritos, siempre que al momento de la adquisición haya obrado de buena fe exenta de culpa.

Parágrafo 6°. Las empresas públicas y privadas podrán emitir los valores a que se refiere el presente artículo en los términos y condiciones que determine el Gobierno Nacional

<sup>9</sup> “La ley comercial gobierna en general los contratos bancarios y algunos aspectos de los sujetos del derecho bancario. Pero solo se aplica en defecto de disposición especial relativa a la materia financiera. Por manera que su carácter subsidiario con relación a la legislación bancaria definitivamente da lugar a reafirmar su íntima vinculación, pero al mismo tiempo su identidad propia” (MARTINEZ Neira, Néstor Humberto. Catedra de Derecho Bancario Colombiano. Segunda Edición LEGIS. Bogotá. 2006. Pg. 21)

*una persona formule a otra, deberá contener los elementos esenciales del negocio y ser comunicada al destinatario. Se entenderá que la propuesta ha sido comunicada cuando se utilice cualquier medio adecuado para hacerla conocer del destinatario*<sup>10</sup>, de dicha definición podemos destacar algunas características que comparte con la oferta pública de valores tales como: su carácter de acto jurídico unilateral<sup>11</sup>, su irrevocabilidad<sup>1213</sup> y carácter vinculatorio<sup>14</sup>.

Ahora bien, la regulación especial que el derecho financiero hace de la oferta pública de valores, trae una definición propia en el artículo 6.1.1.1 del Decreto 2555, según el cual:

*“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.*

*No se considerará pública la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.*

*Tampoco se entenderá como pública la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a*

---

<sup>10</sup> Código de Comercio Colombiano. Art. 845

<sup>11</sup> Como lo dicen los profesores Ospina Pérez y Ospina Fernández “En lo referente a la oferta, existen razones muy poderosas para justificar su inclusión dentro de la lista de actos unipersonales obligatorios” (OSPINA Fernández, Guillermo y OSPINA Acosta, Eduardo. Teoría general del contrato y de negocio jurídico”. Séptima Edición. TEMIS. Bogotá. 2005. Pg. 152.

<sup>12</sup> En el mismo sentido, Cfr. FLOREZ Villegas, Andrés. Aspectos relevantes del régimen de emisión de valores. Seminario de Actualización para Profesionales del Mercado de Valores. 2008. Pg. 33

<sup>13</sup> Artículo 846 Código de Comercio Colombiano.

<sup>14</sup> Frente a este particular, ha habido cierta controversia en la doctrina, pues de un lado, el derecho civil francés, establecía su carácter no vinculatorio, para los efectos, se decía “La voluntad del hombre es ambulatoria; no tiene que dar cuenta a nadie de su cambio de voluntad, porque esta no ha dado derecho a nadie” (LAURENT, Principes de droit civil français. T. xv, Bruxelles, 1876, num. 362. Citado por OSPINA Fernández, Guillermo y OSPINA Acosta, Eduardo. Teoría general del contrato y de negocio jurídico”. Séptima Edición. TEMIS. Bogotá. 2005. Pg. 152). Doctrina que hoy en día ha sido ampliamente reevaluada en casi todas las codificaciones modernas, de la mano de la doctrina alemana la cual exponía principalmente que: “Debe exigir que quien interviene en una convención cualquiera, llámese oferente o aceptante, obre a sabiendas de que dicho negocio no tiene por objeto exclusivo procurarle a él su personal satisfacción, sino que también afecta, probablemente de manera importante las demás personas que intervienen en su celebración. Si aquel no lo comprende así. Si espontáneamente no se considera ligado por una actuación suya que nadie le exige, pero que indiscutiblemente realiza con el ánimo característico de las que se cumplen en el capó de la autonomía de la voluntad, o sea, con el de participar en la regulación jurídica de las relaciones sociales, entonces le corresponde al propio legislador imponerle la obligatoriedad de esa actuación y todas las consecuencias que derivan de ella” (OSPINA Fernández, Guillermo y OSPINA Acosta, Eduardo. Teoría general del contrato y de negocio jurídico”. Séptima Edición. TEMIS. Bogotá. 2005. Pg. 153)

*accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.*

*Las ofertas que a la vez tengan por destinatarios a las personas indicadas en el inciso segundo de este artículo y a cien o más personas determinadas serán públicas.*

*Parágrafo. Cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de premercadeo realizada entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas, la respectiva oferta tendrá el carácter de pública y en tal sentido, su realización sólo podrá efectuarse con observancia de las normas que al efecto se establecen en este decreto.”<sup>15</sup>*

Vemos como, dicho Decreto parte del concepto de oferta como algo ya entendido, razón por la que en párrafos anteriores, se nos hizo necesario acudir a la legislación comercial para determinar qué es la oferta, así como sus características generales.

En este mismo sentido, también ha habido algunas divergencias de criterios en cuanto a la definición contenida en el Decreto, y en el mismo sentido, de las normas exceptivas de la oferta pública, las cuales han sido aclaradas de mano de la jurisprudencia. Para el particular, fue el Consejo de Estado en su sección cuarta que dijo:

*“Así las cosas, es claro que por estar la oferta dirigida a un grupo determinado de personas (contratistas con UNIBAN), requería que tal grupo estuviera conformado por un número inferior a 100, para que pudiera tenerse como oferta privada. Circunstancia que no se cumplió en razón de que estos, según da cuenta el expediente sumaban 140 el 6 de septiembre de 1992.*

*En cuanto a la aplicación de las normas de excepción al caso en estudio para entender que se trata de una oferta privada, por ser mixta, esto es dirigida a dos grupos de personas: contratistas accionistas (107) y simplemente contratistas (33), y entonces poder tener la oferta como privada, no cabe porque, como antes se anotó según se lee en la parte superior del aviso (Fl.101 cdno. Ppal. ) La oferta está dirigida a las personas naturales y jurídicas que tengan contrato de exportación de banano vigente con UNIBAN y que sean o no accionistas de la misma”, es decir, la oferta no está dirigida a los accionistas, pues tal*

---

<sup>15</sup> Decreto 2555 de 2010. Artículo 6.1.1.1.1.1



*condición resulta irrelevante, sino se repite a aquellas personas que tengan contrato con UNIBAN”<sup>16</sup>.*

De la anterior jurisprudencia, destacamos que, para que una oferta de valores sea considerada pública, deberá encajar a rajatabla dentro de los supuestos de la norma y en ningún caso será aceptable que por contener aspectos que se consideren mixtos (de oferta pública y privada) se piense que la oferta será privada. Lo anterior, siempre teniendo en cuenta la especial protección que del mercado de valores y quienes en éste invierten, hacen los establecimientos gubernamentales.

Por otra parte, tanto la legislación como la doctrina internacional han sido mucho más claras en estos aspectos, por ejemplo la Ley del Mercado de Valores española establece

*“Artículo 30 Oferta pública de venta o suscripción de valores. Una oferta pública de venta o suscripción de valores es toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores (...).*

*Cuando se trate de colocación de emisiones contempladas en las letras b), c), d) y e) de este apartado, dirigidas al público en general empleando cualquier forma de comunicación publicitaria, deberá intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de la comercialización de los valores emitidos.(...).”<sup>17</sup>.*

Sentido paralelo al que ha adoptado la doctrina en ese país donde se ha dicho que la oferta pública de valores es: *“Una oferta de venta de un conjunto homogéneo de valores negociables que su propietario – o un tercero por su cuenta. Dirige al público en general o a un determinado colectivo de adquirentes potenciales (...).”<sup>18</sup>*

---

<sup>16</sup> Consejo de Estado de Colombia. Sección Cuarta. Sentencia de 16 de febrero de 1996. Exp.5295.

<sup>17</sup> Ley 24 de 1988, del Mercado de Valores. España.

<sup>18</sup> TAPIA Hermida, Alberto J. Derecho del Mercado de valores. J.M. Bosch editor. Barcelona. 2000. Pg. 190

Podemos concluir que una oferta pública de valores es un acto jurídico unilateral, efectuado previa autorización de la autoridad competente, a través de medios masivos de comunicación, a personas indeterminadas o 100 o más personas determinadas, las cuales a través de su aceptación, formalizarán un contrato de compraventa independiente, como lo dice Alberto Tapia: *“Una OPV (Oferta Pública de Valores) genera tantos contratos de compraventa de valores como inversores la acepten, contratos que serán diferentes entre sí atendiendo a su objeto (entre 1 y n valores).”*<sup>19</sup>. Por último, cabe acortar que respecto de dichos contratos, su independencia se predicará en cuanto a la aceptación y el pago, mas estarán todos estos ligados a la validez o no de la única oferta y del correcto proceso de colocación.

#### **2.4 El inversionista**

Por último, encontramos la contraparte del emisor, quien da su aceptación dentro de la oferta pública, quién será siempre un inversionista, definido como aquella persona que tiene un excedente de capital del cual luego de efectuada cierta operación u operaciones, en un plazo determinado o indeterminado espera obtener un rédito. En palabras del Autoregulador del Mercado de Valores, y definido de una forma más general, inversionistas son *“(…) todas aquellas personas naturales o jurídicas que deciden colocar su dinero en el mercado de valores con el propósito de obtener una rentabilidad financiera”*<sup>20</sup>.

El inversionista según la ley, podrá ser o bien cliente inversionista o inversionista profesional, dependiendo de estrictos criterios según los cuales el Decreto 2555 los clasifica, dependiendo de su bagaje dentro del mercado o bien de sus calidades personales<sup>21</sup>. Esta clasificación va a jugar

---

<sup>19</sup> TAPIA. Óp. Cit. Pg. 192

<sup>20</sup> Autoregulador del Mercado de Valores. “Guía de Preguntas Frecuentes del Mercado de Valores”. Bogotá. 2010. Pg. 19

<sup>21</sup> **Artículo 7.2.1.1.2** Definición de inversionista profesional.

Podrá tener la calidad de “inversionista profesional” todo cliente que cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de

un importante papel cuando se estudien las obligaciones de las partes y la responsabilidad civil en que cada una de estas puede incurrir, así como los deberes y cargas que les son asignados.

### **3. Actividades que se desarrollan en el mercado primario de valores.**

A continuación, haremos referencia a las principales actividades que se desarrollan dentro del mercado primario de valores que, son dos claramente diferenciadas: por una parte, la actividad de emisión en cabeza, valga la redundancia, de los emisores, y por otra parte, la actividad de colocación que se lleva a cabo por los agentes legalmente autorizados para estas actividades, cuyas características a continuación se exponen:

#### **3.1 Emisión:**

La emisión de valores dentro del mercado público está regulada principalmente en la Ley 964 de 2005, que contiene a lo largo de sus artículos los instrumentos que pueden ser objeto de

---

inversión. 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.

Parágrafo 1. Para determinar el valor del portafolio a que hace mención el numeral 1° del presente artículo, se deberán tener en cuenta únicamente valores que estén a nombre del cliente en un depósito de valores debidamente autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia o en un custodio extranjero.

Parágrafo 2. Para determinar el período de sesenta (60) días calendario a que hace mención el numeral 2° del presente artículo, se tendrá como fecha inicial la que corresponda a cualquiera de las operaciones de adquisición o enajenación de valores realizadas.

**Artículo 7.2.1.1.3** Otros clientes categorizados como “inversionista profesional”.

En adición a los clientes que cumplan las condiciones previstas en el artículo anterior, podrán ser categorizados como “inversionista profesional”:

1. Las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores;
2. Los organismos financieros extranjeros y multilaterales, y
3. Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

**Artículo 7.2.1.1.4** Definición de “cliente inversionista”.

Tendrán la categoría de “cliente inversionista” aquellos clientes que no tengan la calidad de “inversionista profesional”.

emisión<sup>22</sup>, la supervisión a la que están sometidos los emisores, entre otros. El Decreto Único (2555 de 2010) que en el artículo 5.2.1.1.2 y siguientes, contiene el procedimiento para la inscripción el RNVE de cada uno de los valores, los requisitos mínimos de cada uno de los emisores y así mismo los valores que cada uno de estos puede emitir.

La actividad de emisión está contemplada como una de las que se desarrollan dentro del mercado de valores<sup>23</sup>, por lo tanto le es aplicable, en primer lugar, toda la normativa especial que de éste existe y, de manera subsidiaria, las normas comerciales.

En este entendido encontramos que si bien, hay una regulación más o menos amplia de esta actividad, nuevamente nuestra legislación no trae una definición del concepto “emisión de valores”, por esta razón, se nos hace necesario acudir a conceptos doctrinales y, por qué no, a legislaciones foráneas que sí han delimitado muy bien este tema.

Así, el profesor Tapia, trae una definición bastante acertada, que si bien se da de la mano de la ley de mercado de valores español, es plenamente aplicable a nuestro derecho financiero en tanto se dice que *“es una operación económica por virtud de la cual una persona jurídica, pública o privada, apela al ahorro del público inversor, al que ofrece la adquisición originaria de un conjunto homogéneo de valores negociables que el emisor ha creado conforme a su estatuto jurídico”*<sup>24</sup>. De esta definición encontramos varios elementos que vale la pena destacar tales como: la naturaleza jurídica del emisor, la función económica, el objeto y el procedimiento de la emisión.

---

<sup>22</sup> Ley 964 de 2005 Artículo 2

<sup>23</sup> Ley 964 de 2005. Artículo 3 “Serán actividades del mercado de valores: a) La emisión y la oferta de valores;(…)”

<sup>24</sup> TAPIA, Alberto. Derecho del mercado de valores. Op. Cit. Pg. 189

En primer lugar, encontramos que el emisor podrá ser una persona jurídica, pública o privada, siempre que se encuentren dentro de la lista contenida en el artículo 5.2.1.1.2<sup>25</sup>. Adicionalmente, para ser considerado emisor, deberá inscribirse junto con la oferta que pretenda hacer dentro del Registro Nacional de Valores y Emisores cumpliendo con todos y cada uno de los requisitos del artículo 5.2.1.1.3 y siguientes, así como los requisitos especiales que para cada valor se establecen en la ley, la regulación y los reglamentos privados. De dichos requisitos, destacamos la obligación de remitir a la Superintendencia Financiera el prospecto de emisión, el cual se define como *“El documento que contiene los datos del emisor, del valor y de la emisión, necesarios para el cabal conocimiento de los mismos por parte de los inversionistas.”*<sup>26</sup> Este documento deberá incluir obligatoriamente, *“[T]oda la información relevante [de la emisión] en un lenguaje inteligible para cualquier inversor. (...) debe contener toda la información relevante para el inversor, no omitiendo ningún punto que pueda resultar de interés”*<sup>27</sup>.

El prospecto será entonces, la base primigenia sobre la cual se sustenta cualquier emisión de valores y, así mismo, será el soporte informativo principal de los inversionistas a la hora de comprar o no el valor emitido. Sobre su contenido, se ha dicho que *“se establece en varios círculos concéntricos que parten de un contenido mínimo del prospecto que debe abarcar las menciones relativas a los valores que se ofrecen, al emisor y su actividad y a la colocación (...) este contenido ha de venir eventualmente acompañado por un contenido adicional, cuando se trate de emisiones que tengan por objeto valores a los que no sea de aplicación un régimen legal*

---

<sup>25</sup> **Artículo 5.2.1.1.2. Naturaleza jurídica de las entidades emisoras de valores.** Podrán ser emisores de valores: a) Las sociedades por acciones; b) Las sociedades de responsabilidad limitada; c) Las entidades cooperativas; d) Las entidades sin ánimo de lucro; e) La Nación y las entidades públicas descentralizadas por servicios y territorialmente; f) Los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras; g) Los organismos multilaterales de crédito; h) Las entidades extranjeras; i) Las sucursales de sociedades extranjeras; j) Los patrimonios autónomos fiduciarios, constituidos o no como carteras colectivas; k) Los fondos o carteras colectivas, cuyo régimen legal les autorice la emisión de valores; l) Las universalidades de que trata la Ley 546 de 1999.

<sup>26</sup> Artículo 5.2.1.1.4 Decreto 2555 de 2010

<sup>27</sup> LOPEZ y ROJO. Los mercados de valores. Op. Cit. Pg. 68

*típico definido o impliquen variaciones sobre el régimen típico previsto en las disposiciones legales aplicables. Así mismo, se establecen reglamentariamente otros contenidos especiales (...) cuando la emisión esté personalmente garantizada por terceros, cuando se utilicen cupones u otros valores accesorios, cuando intervenga una entidad directora o aseguradora en el proceso de colocación, etc.”<sup>28</sup>.*

En Colombia, es aplicable dicha teoría con algunas modificaciones en el siguiente sentido y basándonos en el artículo 5.2.1.1.4: encontramos un primer círculo general, que comprende la información general y específica del emisor: *“una descripción clara, completa, precisa, objetiva y verificable del emisor en sus aspectos de organización, reseña histórica, información financiera, expectativas, riesgos, proyectos futuros”<sup>29</sup>*, información que deberá incluirse únicamente en la primera emisión y se deberá actualizar periódicamente, pues como lo dice este mismo artículo en su párrafo, para ocasiones posteriores no habrá necesidad de remitir esta primera información nuevamente. En segundo lugar, encontramos una segunda esfera de información que corresponde a *“las condiciones y características del valor que se ofrece, de la oferta de los valores cuando sea el caso, y de las autorizaciones recibidas”<sup>30</sup>* y en tercer lugar, toda información que la Superintendencia Financiera considere fundamental, o bien la información relevante que a lo largo de la emisión o en el momento de la negociación resulte indispensable para la evaluación del riesgo de los valores.

Tenemos entonces que la información del primer círculo, se registra por una única vez y es deber del emisor mantenerla al día; la del segundo círculo, es una información estática respecto de la oferta publica en especial que se pretende emitir y cada vez que se haga una nueva emisión,

---

<sup>28</sup> TAPIA, Alberto. Derecho del mercado de valores. Op. Cit. Pg. 191

<sup>29</sup> Artículo 5.2.1.1.4 Decreto 2555 de 2010

<sup>30</sup> *Ibíd.*

deberá remitirse nuevamente y por último, la del tercer círculo, que es una información esporádica que se da únicamente en casos excepcionales, la cual se deberá remitir al momento en que se conozca o que lo ordene la Superintendencia y será revelada según las normas de la Superintendencia Financiera.

Ahora bien, en cuanto a la función económica de la emisión, esta será principalmente la captación masiva de recursos del público a un costo más económico que en el mercado financiero intermediado y para unos fines específicos de expansión o crecimiento.

El objeto de la emisión, como ya quedó claro en apartes anteriores, serán los valores negociables, tal como están comprendidos en el artículo 2 de la Ley 964 de 2005.

Por último, el procedimiento para efectuar dicha emisión, va a depender del tipo de valor que se quiera emitir y así mismo de la clase de emisor que sea. Por ejemplo, una sociedad anónima que pretenda emitir acciones, deberá contar con la aprobación de su asamblea general de accionistas, mientras que tratándose de otros títulos, será suficiente el acta de aprobación de la emisión y colocación emitida por el órgano que según los estatutos sociales o la ley deban aprobar dichas decisiones.

### **3.2 Colocación**

Luego que los títulos han sido emitidos con todos los requerimientos legales y autorizaciones del ente regulador, se llevan a cabo operaciones a través de las cuales los valores se ponen en circulación en el mercado público para que los inversionistas los adquieran, logrando así que los emisores consigan los recursos de capital que demandan.

Estas operaciones, se conocen como operaciones de colocación de valores y son desarrolladas por agentes colocadores autorizados para ello por la ley. Estos agentes, ofrecen la totalidad o parte de

la emisión al público a través de instrumentos financieros complejos como lo es el contrato de underwriting que se desarrollará en la minucia, en el capítulo siguiente.

Esta actividad específica dentro del mercado de valores primario, tiene sentido en cuanto a que el oferente de los valores, usualmente no cuenta con una red comercial o bien una clientela a la cual pueda ofrecer dichos valores, de tal forma que les resulta prácticamente imposible lograr el objetivo económico último para el cual se realizan las emisiones de valores, que es captar recursos del público para aplicar a inversiones y procesos productivos del mismo emisor<sup>31</sup>. De tal suerte, se justifica y hace necesario que a través de otro sujeto, quien sí posee la red comercial y clientela interesada en estos valores, se haga la enajenación de los mismos.

Por ahora, vale la pena resaltar que la actividad de colocación se define en el Decreto Único como parte de las actividades de intermediación en el mercado según lo establece el artículo 7.1.1.1.2 que a su tenor literal dice:

*“Operaciones de intermediación en el mercado de valores.*

*Son operaciones de intermediación en el mercado de valores las siguientes:*

*5. Las operaciones de colocación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores – RNVE en las cuales el intermediario colocador garantice la totalidad o parte de la emisión o adquiera la totalidad o parte de los valores de la misma por cuenta propia, para colocarlos posteriormente en el mercado; así como, las operaciones de colocación de valores al mejor esfuerzo.*

---

<sup>31</sup> Al respecto el doctor Chacón dice: *“para conseguir la plena colocación de los valores objeto de una emisión entre el público inversor, el sujeto oferente [el emisor] normalmente solicita la colaboración de una o varias entidades financieras, que dispongan de red comercial y clientela propia al objeto de canalizar la emisión a hacia tales clientes y cubrir más fácilmente el objetivo de la emisión. Dichas entidades realizan una función de mediación entre los sujetos que apelan al ahorro público y los inversores”* (CHACON Blanco, José Enrique. Contratos de dirección, colocación aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de ventas de valores. DYLKINSON. Madrid 1996. Pg. 70



*Estas operaciones podrán ser realizadas por las sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades comisionistas independientes de valores y corporaciones financieras, de conformidad con su respectivo régimen normativo*<sup>32</sup>.

Lo anterior, adquiere una gran relevancia en cuanto que los colocadores que intervengan en estas operaciones, se les aplicarán siempre todos los deberes, obligaciones y cargas propias de los intermediarios de valores, fortaleciendo el régimen de responsabilidad civil de estos sujetos y la diligencia con la que deberán ejecutar el underwriting en cualquiera de sus modalidades.

En los capítulos siguientes, se entrará a hacer un análisis detallado de todos y cada uno de los aspectos correspondientes a la actividad de colocación tales como su naturaleza jurídica, las partes que en esta actividad tienen algún papel, las obligaciones de cada una y finalmente la responsabilidad civil que de esta puede surgir.

---

<sup>32</sup> Decreto 2555 de 2010. Colombia

## **CAPÍTULO II**

### **EL CONTRATO DE UNDERWRITING**

El contrato de underwriting en estricto sentido, tiene tantas definiciones como ópticas desde las cuales se puede analizar. En igual medida, se puede decir que sus características varían dependiendo de las peculiaridades específicas que se escojan para cada caso y los fines que con éste se pretendan alcanzar.

Para abordar este tema, en primer lugar, se traerán a colación múltiples definiciones de underwriting que la doctrina tanto nacional como extranjera ha dado, para determinar las características principales del contrato así como sus elementos de la esencia y naturaleza, logrando llegar a una definición propia. Seguidamente diferenciaremos este contrato de algunos otros de intermediación utilizados en el mercado de valores; continuando, se hará un recuento de las características propias de este contrato, así como de los elementos para su existencia y validez, para luego analizar por separado, cada una de las modalidades especiales de dicho contrato y las obligaciones que le atañen a cada una de las partes según la modalidad aplicada, por último, se hará una referencia a las obligaciones que deben cumplir todos aquellos agentes que sin ser parte directa dentro del contrato, tienen una mayor o menor influencia en su celebración o ejecución.

## 1. Definición del contrato de underwriting

Como ya se dijo, hoy en día hay una gran variedad de definiciones para el contrato de underwriting, cada una diametralmente diferente de la otra por cuanto los autores y las diferentes regulaciones toman muy diferentes parámetros para su caracterización.

Así, Heli Abel Torrado en su conferencia dictada dentro del marco del Seminario de Underwriting de Valores, trae dos definiciones que para el caso, nos son muy útiles, cita el doctor Torrado en primer lugar a Tread Peter, quien dice que el underwriting *“en su definición más estricta puede ser interpretado como la compra de una emisión de títulos valores a un precio fijo y garantizado, con el propósito de vender la emisión en el público”*<sup>33</sup>, así mismo, trae a colación una definición del Instituto de Valores Brasileiro que dice *“una operación de underwriting es aquella en la cual una institución financiera colocadora (underwriter) adquiere las acciones o bonos para venderlos posteriormente al público, asumiendo el riesgo de mercado. Sin embargo, el término se usa también para designar otro tipo de lanzamientos en los cuales la institución financiera actúa como vendedor o distribuidos de valores, recayendo los riesgos de mercado sobre la empresa emisora”*<sup>34</sup>. De las anteriores definiciones, encontramos varios aspectos importantes de resaltar: en primer lugar, frente a la definición de Tread, esta contempla el underwriting únicamente en su modalidad en firme, dejando por fuera las otras dos modalidades que son igualmente importantes<sup>35</sup>, en segundo lugar, se hace referencia a “títulos valores” cuando de manera general, ya es claro en Colombia que en el mercado de capitales, se negocia con valores y no como dicha definición lo dice, títulos-valores, conceptos que en la doctrina,

---

<sup>33</sup> TREAD, Peter, Citado por Velazco y Pérez, Citados por Heli Abel Torrado. Mercado de valores colombiano: Legislación vigente. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984. Pg. 13

<sup>34</sup> Instituto Brasileiro de Mercado de Capitales. Ibídem

<sup>35</sup> Garantizado y al mejor esfuerzo

jurisprudencia y legislación nacional ya han sido ampliamente decantados<sup>36</sup>. Por otra parte, la definición del Instituto Brasileiro de Mercado de Capitales, si bien es un poco más acertada, desde el punto de vista exclusivo de la persona sobre la que recae el riesgo de mercado, limita los valores que pueden ser objeto de emisión, y se centra únicamente en la repartición de riesgos según la modalidad escogida.

En contraste, encontramos algunas definiciones que se acercan bastante más a la realidad y actualidad del underwriting. Sin embargo, hay que tener en cuenta que éstas, a nuestro juicio, presentan aun algunas falencias como por ejemplo: por una parte, continúan utilizando el concepto de título valor, el cual como se explicó anteriormente, es diferente del concepto de valor<sup>37</sup> y por la otra, restringen sin razón alguna la calidad del emisor de valores.

El doctor Arrubla, en su Tratado de Contratos Mercantiles define el underwriting como *“el contrato celebrado entre una entidad financiera con una sociedad comercial, por medio de la cual la primera se obliga a pre financiar, en firme o no títulos valores emitidos por la segunda, para su posterior colocación entre el público; admitiendo también la modalidad en la cual no asume el pre financiamiento, sino que, pone su mejor esfuerzo para lograr colocar los valores”*<sup>38</sup>. Mientras que el Doctor Lissandro Peña Nosa, lo define como *“un contrato de naturaleza financiera mediante el cual una empresa actuando en función de asesoramiento,*

---

<sup>36</sup>REMOLINA Angarita Nelson, PEÑA Nosa, Lissandro. De los títulos valores y de los valores en el contexto digital. Editorial Temis. Bogotá 2011. Pg. 305

<sup>37</sup> En Colombia, a partir de la Ley 32 de 1979 se tiene claridad al respecto, al punto que se resaltaba como el objeto principal del mercado de valores los “documentos emitidos en serie o en masa” y más recientemente en la ley 964 de 2005, se habla de “derechos emitidos en serie o en masa” más nunca, se ha hablado de títulos valores en el mercado público de valores a pesar de aplicarles su “carácter y prerrogativas”. Cfr. LOPEZ Roca, Luis F. El concepto de Valor. 5 años de la ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo sus objetivos? Publicaciones Externado de Colombia. Bogotá. 2011.

<sup>38</sup> ARRUBLA Paucar, Jaime Alberto. De los Contratos mercantiles Contratos atípicos. Editorial Legis. Bogotá. Pg. 229 (Revisar cita)

*garantiza o pre financia la colocación de títulos valores que en el futuro inmediato han de realizar una sociedad por acciones o en comandita por acciones”<sup>39</sup>.*

David Grill, por su parte, define el underwriting como “[C]omprar directamente del emisor para la posterior distribución, con total aceptación por parte del underwriter de todos los riesgos de pérdida derivados de esta operación, hasta que se complete la misma. Este es nominado normalmente como underwriting en firme, por oposición al underwriting al mejor esfuerzo. Este último, no asigna ningún riesgo al underwriter, pues si no se completa la colocación luego de que este realice su mejor esfuerzo, se cancela la transacción. El underwriting al mejor esfuerzo, se acerca más a la naturaleza de un corretaje”<sup>40</sup>.

Por último, encontramos la definición del profesor peruano Johan Quesnay que, a nuestro juicio, es la más completa y acertada. Dice el profesor:

*“[El underwriting es un] contrato atípico celebrado entre una entidad de intermediación financiera (underwriter) y una sociedad, por el cual la primera se obliga principalmente a pre financiar la emisión de acciones u obligaciones negociables, a cambio de una determinada remuneración, y complementariamente de una diversidad de servicios tales como asesoramiento, estudio, emisión de informes, consejos, entre otros, todos los cuales convergen, de manera interdependiente, hacia un único resultado, que es el buen éxito del negocio”<sup>41</sup>.*

Con base en todas las anteriores definiciones citadas, nos atrevemos a proponer la siguiente caracterización que, a nuestro parecer, incluye todos los elementos esenciales que harían parte de dicho contrato. En este entendido, diríamos que el underwriting es una operación financiera

---

<sup>39</sup> PEÑA Nossa, Lissandro. De los contratos mercantiles nacionales e internacionales”. ECOE. Sexta edición. Bogotá 2006. Pg.469

<sup>40</sup> GRILL, David. The importance of a policy framework for the development of an underwriting industry. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984. Pg. 1 (traducción libre)

<sup>41</sup> QUESNAY Causol, Johan M. El contrato de underwriting. <http://jquesnay.wordpress.com/el-contrato-de-underwriting/>. Consultado el 12 de enero de 2013.

compleja por medio de la cual una entidad intermediaria dentro del mercado de valores (underwriter) se obliga frente a un emisor de valores a colocar los valores frutos de una emisión en el mercado público, pre financiando o no, total o parcialmente la emisión y asegurando o no total o parcialmente los resultados del proceso al emisor.<sup>42</sup>

## **2. Naturaleza jurídica del underwriting**

Al momento de definir la naturaleza jurídica del contrato de underwriting, nos resulta útil compararlo con otros contratos utilizados comúnmente en el mercado público de valores, los cuales, si bien no son del todo iguales, sí puede compartir algunas particularidades con dichos contratos, para tal efecto, utilizaremos el contrato de compraventa, el de mandato, el de comisión y el de corretaje.

En primer lugar, el contrato de compraventa, regulado principalmente en el Código de Comercio y en el Código Civil, salvo ciertas peculiaridades frente a su cumplimiento, no tiene regulación especial en el derecho bursátil, siendo entonces preciso referirnos a los ordenamientos antes mencionados para señalar sus semejanzas y diferencias con el underwriting.

En el Código de Comercio se establece la compraventa como el “*contrato en que una de las partes se obliga a transmitir la propiedad de una cosa y la otra a pagarla en dinero*”<sup>43</sup>. Definición que si bien no es alejada del todo de la naturaleza del underwriting, si tiene algunas falencias.

En el contrato de compraventa, se ven algunas similitudes si tenemos en cuenta la modalidad en firme del underwriting, es decir en cuanto el underwriter adquiera para sí mismo la totalidad o

---

<sup>42</sup> En este sentido, CACHON Blanco, José Enrique. Dirección, Colocación Aseguramiento y Asesoramiento De Emisiones y OPV's. Dykinson. Madrid. 1996. Pg. 19, 71 , 151 y 176

<sup>43</sup> Código de Comercio de Colombia Art. 905

parte de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo, dejando por fuera las otras dos modalidades, al mejor esfuerzo y garantizado. Tal como lo dice Helí Abel Torrado el seminario sobre underwriting: *“Si se toma, por ejemplo, la totalidad de la emisión, para que el intermediario la coloque por su cuenta y riesgo estaríamos en presencia de unos elementos configurativos de sendos contratos de compraventa<sup>44</sup>”*. Como se dijo anteriormente, con cada uno de los contratos entre el underwriter y el inversionista, se produce un contrato de compraventa con todo lo que ello implica.

Ahora bien, frente al contrato de mandato, encontramos también elementos propios del underwriting, ya que en estricto sentido, el underwriter realiza actos de comercio por cuenta del emisor de valores<sup>45</sup>, pero al mismo tiempo, vemos también elementos que le son muy distantes como lo es la revocabilidad del mandato, una de las principales facultades que tiene el mandante, de manera casi discrecional<sup>47</sup>. Así lo expresa Torrado: *“De igual manera el contrato de mandato definido en nuestra legislación como aquel en cual una parte se obliga a celebrar o ejecutar uno o más actos de comercio por cuenta de otro, sería aplicable a otra de las modalidades de colocación de acciones y bonos mediante comisión, pero iría contra la revocabilidad, que es un*

---

<sup>44</sup> TORRADO, Heli Abel. Mercado de valores colombiano: Legislación vigente. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984. Pg. 13

<sup>45</sup> Según el Código de Comercio Artículo 20 numeral 7, se establecen como actos de comercio “Las operaciones bancarias, de bolsa o de martillos”

<sup>46</sup> Código de Comercio. Artículo 1262

<sup>47</sup> Al respecto, habrá que tener en cuenta las excepciones contenidas en el artículo 1279 CCo, en el que se establecen ciertas excepciones a la revocabilidad del mandato, y así mismo los alcances que la jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia le ha dado a esta facultad. (Ver Sentencia Noviembre 28 de 1994 Sala de casación Civil MP Carlos Esteban Jaramillo Schlos). De igual manera, hay que dejar claro que en los casos en que se revoque sin justa causa el mandato, el mandante deberá al mandatario la remuneración pactada o la que usualmente se pague por la gestión Artículo 1280 Código de Comercio. (BONIVENTO Fernández, José Alejandro. Principales contratos civiles y su paralelo con los comerciales. Decima Séptima Edición. Librería ediciones del profesional. Bogotá. 2008. Pg. 627)

*requisito de la naturaleza del mandato, el cual no se podría predicar del underwriting en el que se garantiza la totalidad o una parte de la emisión”*<sup>48</sup>.

Por otra parte, el contrato de underwriting tiene innegables semejanzas con la comisión, que 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<sup>49</sup>. Al respecto cabe resaltar la naturaleza profesional del comisionista, elemento que es de la mayor trascendencia en el underwriting, pues es una característica esencial del colocador la cual saldrá a relucir al momento de esclarecer el régimen de responsabilidad civil al que están sujetos los underwriters. Pero nuevamente, divergen estos contratos en dos aspectos fundamentales: en primer lugar, el carácter de revocable que tiene la comisión, frente al cual se aplica el mismo comentario hecho al mandato y, en segundo lugar, encontramos el carácter no representativo que por disposición legal se le ha atribuido a esta especie de mandato, pues en ciertos casos, el underwriting puede incluir el elemento de representación dentro de sus características específicas. Sin embargo, será este contrato, el de comisión, el que nos dará los parámetros generales para lograr delimitar un régimen de responsabilidad aplicable, en especial, al underwriter.

Por último, al comparar el underwriting con el contrato de corretaje, entendido como aquel mediante el cual una persona llamada corredor *“por su especial conocimiento de los mercados, se ocupa como agente intermediario en la tarea de poner en relación dos o más personas, con el fin de que celebren un negocio comercial, sin estar vinculado a las partes por relaciones de colaboración, dependencia, mandato o representación”*<sup>50</sup>, este, podríamos decir que es el que más se aparta de los fines y definiciones de underwriting, pues su labor se ve limitada a la puesta

---

<sup>48</sup> TORRADO, Heli Abel. Mercado de valores colombiano: Legislación vigente. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984. Pg. 13

<sup>49</sup> Código de Comercio Colombiano Art. 1287

<sup>50</sup> Código de Comercio Artículo 1340



en contacto de las partes para que celebren ellos directamente el contrato, gestión que deja por fuera muchas de las actividades propias del contrato de underwriting según su modalidad, tales como, el asesoramiento del emisor o el pre financiamiento de la emisión<sup>51</sup>.

En conclusión, tenemos que, si bien es claro que el underwriting es un contrato de intermediación en el mercado público de valores<sup>52 53</sup>, que surge por la imposibilidad jurídica del emisor para ejecutar por cuenta propia los actos de colocación de valores, así como de la mayor idoneidad del underwriter<sup>54</sup>, éste no se puede encasillar dentro de los regímenes existentes regulados en el Código de Comercio, pues le coartaríamos de una u otra forma sus propósitos propios dentro del mercado y por la misma vía, se le atribuirían características de las instituciones mercantiles que le son totalmente ajenas. Ahora bien, cabe recalcar como se hizo en cada uno de los cuatro casos anteriormente explicados, que por su naturaleza de intermediación, el underwriting tiene varias similitudes con dichos contratos, las cuales a la hora de revisar la responsabilidad, deberes y obligaciones de cada una de las partes, se analizarán en detalle dándole a cada una la aplicación pertinente en cuanto sean compatibles con el presente contrato.

---

<sup>51</sup> En este sentido, CACHON Blanco, José Enrique. Dirección, colocación aseguramiento y asesoramiento de emisiones y OPV's. Dykinson. Madrid. 1996. Pg. 73

<sup>52</sup> Decreto 2555 de 2010 Artículo 7.1.1.1.2 Numeral 5

<sup>53</sup> “Cuando entre el interesado y la persona llamada a sustituirlo discurra una relación tal que justifique el encausamiento de los efectos jurídicos, por vía directa o indirecta a la esfera patrimonial del primero” (BETTI, Emilio. Teoría General del Negocio Jurídico, Segunda Edición. Editorial Revista de Derecho Privado. Madrid. 1943. Pg. 418

<sup>54</sup> BONIVENTO Jiménez, José Armando. Contratos Mercantiles de Intermediación. Primera Edición. Librería Ediciones del Profesional. Bogotá. 1996. Pg.1

### 3. Características.

#### 3.1 Atípico

En primer lugar, tenemos que el underwriting de valores, es un contrato atípico, del cual más allá de someras menciones en la legislación financiera colombiana, no tiene una caracterización clara en la cual se dé muestras de los elementos de su esencia ni de su naturaleza.

Para estos efectos, resulta óptimo referirnos a la jurisprudencia reciente de la Corte Suprema de Justicia, la cual en su Sala de Casación Civil ha plasmado criterios claros en aras de determinar la atipicidad de un contrato. En este entendido, la Corte ha establecido ciertos lineamientos que nos permiten entrever elementos de los contratos atípicos, determinando que estos contratos son autónomos en su forma jurídica y contrario de lo que otros doctrinantes opinan<sup>55</sup>, sus elementos a pesar de ser comunes en otros contratos, se le debe dar un tratamiento individual, teniendo en cuenta siempre la causa misma y su justificación económica, más allá de las similitudes que lo ligen con otros contratos.

Así las cosas, se han establecido algunas reglas claras que ayudan a determinar la ley aplicable en estos contratos y así mismo la pirámide normativa aplicable a los mismos de tal suerte, “(...) *el orden de prelación normativa en los actos atípicos debe ser el siguiente: 1º) las leyes imperativas; 2º) las cláusulas libremente pactadas o estipuladas por los agentes; 3º) las reglas generales de los actos jurídicos y de los contratos, según el caso; 4º) las reglas propias del*

---

<sup>55</sup> Entre ellos, la Propia Sala de Casación Civil de antaño, cuya jurisprudencia propendía por la asimilación de estos contratos con cualquiera otros que se encontraran regulados en la ley. Dicha corporación en sentencia de 1938 expresó: “las relaciones convencionales que no encajan dentro de ninguno de los tipos reglamentado de contrato, se aprecian por analogía del tipo contractual afín al punto de vista jurídico pertinente, o por los principios generales del derecho de las obligaciones y los contratos, y, a título complementario, por el arbitrio judicial. Bien entendido que estos criterios no ha de violentar la voluntad libremente configurada de las partes dentro de los amplios límites a ella trazados por el legislador” (Sala de Casación Civil, 31 de mayo de 1938. Citada por Ospina Fernández y Ospina Acosta en “Teoría General Del Contrato Y Del Negocio Jurídico” Pg. 51)

*contrato típico más próximo o semejante, y 5º) la doctrina constitucional y los principios generales del derecho”<sup>56</sup>.*

Ahora bien, hay que tener en cuenta que el contrato de underwriting no ha sido totalmente excluido de la legislación nacional, por el contrario, ha sido someramente mencionado en el Decreto 2555 de 2010, que no por esto, se le podría quitar la característica de atípico. La Corte Suprema de Justicia en recientes providencias, ha analizado este fenómeno en dos casos particulares, el de la agencia de seguros y más recientemente el contrato de leasing. En dichos pronunciamientos, la Alta Corporación, determinó que *“no obstante referirse a ella leyes y decretos (ley 65/66 y decretos 827/67, 663/93 y 2605/93), ya que “nunca el legislador ha intentado disciplinar con la especificidad requerida, suficiente como para darle cuerpo de un contrato típico, el vínculo que contraen directamente la Compañía y la Agencia de Seguros, La Ley, al igual que lo ha hecho con muchas otras actividades, profesiones u oficios, ha intervenido la actividad de las aseguradoras y de sus intermediarios, sin que esto suponga una regulación específica de los contratos que estos celebran; (cas. civ. de 22 de octubre de 2001; exp: 5817)”<sup>57</sup>* (subrayado fuera de texto). En resumen, no basta con que la ley haga referencia a un contrato o acto jurídico para que este resulte típico, pues para asignarle esta categoría será necesaria una intención por parte del legislador de consagrar todos aquellos intrínquilis del contrato que lleven a determinar su forma de celebración, partes y obligaciones de cada una de estas.

Según los lineamientos anteriores, encontramos que el underwriting encaja perfectamente dentro del grupo de los contratos atípicos, pues si bien en algunos apartes de la normativa colombiana se hace referencia a éste, dicha referencia es somera y superficial, principalmente encaminada a

---

<sup>56</sup> OSPINA Fernández, Guillermo y OSPINA Acosta, Eduardo. “Teoría general del contrato y del negocio jurídico”. Séptima Edición. Temis, Bogotá, 2005. Pg. 51

<sup>57</sup> Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia de 13 de diciembre de 2002

regular la actividad de emisión y colocación dentro del mercado de valores con el objetivo de proteger al mercado mismo y el ahorro y la inversión del público, pero en ningún caso ha tenido en cuenta los aspectos puramente obligacionales y de la naturaleza jurídica del presente contrato.

En este entendido, teniendo la pirámide normativa de los contratos atípicos, resulta de la mayor importancia integrar con otros contratos típicos, las obligaciones y derechos que le son afines al underwriting con el fin de dilucidar la responsabilidad de cada una de las partes, lo anterior, siempre siguiendo el derrotero de la Corte, pues si bien a este contrato le pueden ser aplicables normas de la compraventa, del mandato, de la comisión y del corretaje, dichas disposiciones a aplicar deberán estar ajustadas y matizadas por el fin económico del underwriting.

### **3.2 Principal.**

En segundo lugar, el contrato de underwriting se puede ver o bien como un cúmulo de actividades que desarrolla el colocador, o como la actividad exclusiva de colocar los valores en el mercado.

Según el Código Civil en su artículo 1499 *“El contrato es principal cuando subsiste por sí mismo sin necesidad de otra convención, y accesorio cuando tiene por objeto asegurar el cumplimiento de una obligación principal, de manera que no pueda subsistir sin ella”*<sup>58</sup>. Esta concepción de principalidad que nuestro compendio civil trae, ha sido revaluada por la doctrina<sup>59</sup> la cual ha llegado a la conclusión de que esta clasificación, inadecuada para los contratos, sí resulta

---

<sup>58</sup> Código Civil. Artículo 1499

<sup>59</sup> Para los efectos, Cfr. OSPINA Fernández y OSPINA Acosta. Ob. Cit. quien acertadamente dice que dicho texto legal resulta absurdo si se mira de manera exegética más propone una concepción mucho más lógica frente al tránsito jurídico en general, dice Ospina “lo que si hay es contratos que producen obligaciones principales, como la compraventa(...), y contratos que producen obligaciones accesorias” (OSPINA y OSPINA. Ob. Cit. Pg. 65).

aplicable a las obligaciones individualmente concebidas, encontrándonos así con obligaciones principales y accesorias, estas últimas<sup>60</sup>, ligadas en su existencia y manifestación a las primeras.

Desde la óptica del underwriting en sus diferentes modalidades, si se revisa ligeramente el tema, se podría plantear que se compone de una obligación principal y otras accesorias, por ejemplo, en el underwriting en garantía donde la obligación de colocación siendo la principal, consagra otra accesoria como la de adquirir por parte del colocador la totalidad de los valores no colocados que se haya comprometido a poner en circulación dentro del mercado. Craso yerro en el que se incurriría al pensar así, pues si bien todas y cada una de las obligaciones del contrato que estamos analizando se derivan de la emisión y colocación de valores, cada una de estas es principal al punto que de no suscribirse el contrato de underwriting, cada una de dichas obligaciones puede ejecutarse por separado e, inclusive, por diferentes personas.

En conclusión, el underwriting contiene en su forma natural únicamente obligaciones principales y autónomas<sup>61</sup>, las cuales dependiendo de las necesidades y capacidades de las partes, se pueden subsumir todas o algunas dentro del objeto del contrato o bien se pueden tercerizar para que sean cumplidas por sujetos extraños a la relación contractual.

### **3.3 Consensual.**

Los contratos comerciales atípicos, como es el presente caso, por regla general son de carácter consensual, como bien lo establece el principio de libertad de forma establecido en el artículo 824 del Código de Comercio según el cual: *“Los comerciantes podrán expresar su voluntad de contratar verbalmente, por escrito o por cualquier modo inequívoco. Cuando la forma legal no*

---

<sup>60</sup> Que por lo general son de garantía, y siempre se encuentran atadas a un derecho real o personal.

<sup>61</sup> Sin dejar de lado las obligaciones y deberes secundarios de comportamiento de las partes que se analizarán a continuación.

*exija determinada solemnidad como requisito esencial del negocio jurídico, éste no se formará mientras no se esa llenada esa solemnidad*". Al respecto dice Garrigues: "Así entendido el principio de libertad de forma, es cierto que el derecho contractual moderno, tanto civil como mercantil, se inspira en este principio. El consentimiento, alma del contrato, puede manifestarse en cualquier forma (oral, escrita simplemente o escrita en forma solemne) y no por ello deja de producir los efectos inherentes al contrato en cuestión. (...) las exigencias de buena fe y de la rapidez propias del derecho mercantil, justifican la validez en nuestro derecho de principio de libertad de forma: basta la palabra oral para crear una obligación mercantil<sup>62</sup>". De tal forma, dicha concepción de este principio del derecho mercantil, también aplicable a Colombia, se ajusta al contrato de underwriting en cuanto a que ninguna ley ni tampoco el marco regulatorio que someramente lo cobija, establece formalidades para expresar el consentimiento entre la emisora de valores y el underwriter.

### **3.4 Aleatorio o conmutativo:**

En este aspecto, podíamos decir que la aleatoriedad del contrato celebrado dependerá enteramente de la voluntad negocial de las partes. Pues si bien dentro de este contrato siempre habrá un riesgo de mercado, dicha contingencia, puede afectar o bien al emisor o bien al colocador de la emisión según haya sido el pacto entre estos. En este sentido, cuando es el underwriter quien por su entera cuenta y riesgo hace la colocación de los valores, tendrá éste el álea del negocio. Caso contrario será en el que emisor asume el riesgo de la colocación, pues será él mismo quien mantenga incertidumbre frente al eventual rédito de la operación hasta tanto no haya concluido la totalidad de la colocación.

---

<sup>62</sup> GARRIGUES, Joaquín. "Curso de derecho mercantil" Tomo IV. Editorial TEMIS, Bogotá 1987. Pg. 21

#### **4. Elementos de existencia y validez del contrato:**

En este aparte, se analizarán los elementos propios del contrato de underwriting para que éste surja a la vida jurídica y posteriormente los elementos para que, lograda su existencia, se desarrolle adecuadamente y cumpla los fines para los cuales fue establecido.

##### **4.1 Elementos para la existencia:**

###### **4.1.1 Voluntad manifiesta:**

En cuanto a la voluntad, encontramos en el contrato de underwriting algunas peculiaridades, por las mismas características del objeto y los sujetos del contrato.

Como ya se ha dicho anteriormente, una emisión de valores únicamente puede ser realizada por aquellas personas que han sido autorizadas expresamente por el artículo 5.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010<sup>63</sup> y, así mismo, dichas entidades autorizadas únicamente podrán emitir aquellos valores para los cuales están facultadas a emitir, bien sea por la regulación financiera o bien por su naturaleza jurídica. A manera de ejemplo, las sociedades de responsabilidad limitada, por la conformación de su capital social, nunca podrá emitir acciones, pero sí otras clases de valores tales como bonos.

Como se puede ver de la legislación citada, solo estructuras corporativas autorizadas pueden ser emisoras de valores y, por lo tanto, será requisito imprescindible que la voluntad de realizar una emisión y suscribir un contrato de underwriting, sea manifestada conforme a sus estatutos sociales, o bien a su norma de creación.

---

<sup>63</sup> Artículo 5.2.1.1.2 Naturaleza jurídica de las entidades emisoras de valores.

## 4.1.2 Objeto

Siguiendo la doctrina tradicional en cuanto a este elemento, explicaremos tanto el objeto abstracto como el específico del contrato de underwriting, siendo el primero las cosas materiales o inmateriales sobre las cuales recae el contrato, y el segundo todas aquellas obligaciones principales que cada uno de los contratantes debe cumplir para con su contraparte.

El objeto específico, corresponderá siempre a valores que entrega el emisor al underwriter para que sean colocados en el público general<sup>64</sup>, es decir, todo producto de una emisión y que tenga como fin la captación de recursos del público<sup>65</sup>. Al respecto, cabe hacer cierta precisión pues encontramos que previamente a cualquier emisión de valores e inscripción de los mismos dentro del RNVE, se deberá contar con la aprobación de la Superintendencia Financiera. Dice el Decreto 2555:

*“Artículo 5.2.1.1.5 Requisitos especiales para la inscripción tendiente a realizar oferta pública en el mercado primario. La inscripción del emisor y la emisión en el RNVE conllevan la autorización para realizar su oferta pública. Para el efecto, además de los documentos previstos en el artículo 5.2.1.1.3 del presente decreto, las entidades que soliciten la inscripción con el propósito de adelantar una oferta pública de valores en el mercado primario, deberán remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia los siguientes documentos (...)”<sup>66</sup>*

En este entendido, el simple propósito de emisión conlleva unos requisitos previos que de no cumplirse, generarán la ineficacia de todos los actos jurídicos derivados de la oferta de valores no autorizada por la Superintendencia Financiera<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> Más adelante se hacen las precisiones frente a cada una de las modalidades del contrato. Numeral 2.5

<sup>65</sup> Ver numeral 1.2.1.3

<sup>66</sup> Decreto 2555 de 2010

<sup>67</sup> El artículo 10 de la ley 32 de 1979 así lo establece. En este sentido se pronunció el Consejo de Estado en sentencia de la Sección Cuarta fechada el Sentencia de 16 de febrero de 1996. Exp.5295



Así las cosas, haciendo un hilamiento lógico, si la oferta de valores es ineficaz, por lo tanto la emisión de los mismos también lo es, lo cual frente al contrato de underwriting generará unos efectos muy serios, pues por sustracción de materia dicho contrato quedará sin objeto, de tal suerte que sería inexistente.

En conclusión, la posibilidad jurídica del objeto de este complejo contrato, está supeditada enteramente a la aprobación previa que de la emisión haga la Superintendencia Financiera

#### **4.1.3 Forma solemne:**

Como ya lo explicamos anteriormente, el underwriting es un contrato que no tiene formalidades para su celebración pues bastará con la manifestación de voluntad de las partes legalmente autorizadas para ello, para que el contrato surja.

#### **4.2 Requisitos para la validez:**

##### **4.2.1 Capacidad:**

Al respecto, cabe recalcar lo mencionado en el aparte referido a la voluntad manifiesta, puesto que la capacidad legal para ser sujeto de este contrato, deviene de especialísimas normas de orden público las cuales establecen expresamente las personas jurídicas autorizadas a emitir valores y así mismo las autorizadas a colocarlos<sup>68</sup>.

En este sentido, las partes del contrato podrán ser, por el lado de los emisores únicamente quienes se encuentran incluidos en la lista del Artículo 5.2.1.1.2 y, por parte de los colocadores, únicamente las comisionistas de valores y las corporaciones financieras, tal como lo establece el artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

---

<sup>68</sup> Decreto 2555 de 2010 **Artículo 5.2.1.1.2**

#### **4.2.2 Ausencia de vicios:**

Ya conocidos de antaño, los vicios de la voluntad que son: la fuerza mayor y caso fortuito, el error y el dolo, hablando del presente contrato, resultan especialmente trascendentes los dos últimos (error y dolo) y, con ellos, los estrictos deberes de información de las dos partes del contrato. Al respecto, se hará un análisis posterior de cada uno de los deberes de conducta especialmente referidos al underwriter, así como un estudio del deber de información tanto en la etapa pre-contractual como aquel ligado a la buena fe contractual a lo largo de la ejecución del underwriting, teniendo siempre en cuenta que su incumplimiento doloso o culposos, podrá conllevar una indemnización de perjuicios.

#### **4.2.3 Licitud del objeto**

La licitud del objeto del contrato de underwriting, está reflejado en el adecuado seguimiento y estricto cumplimiento de las normas jurídicas frente a la emisión y colocación de los valores, es decir, tanto la emisión como la colocación de los valores se debe realizar con un estricto ceñimiento a las leyes vigentes y a los procedimientos internos de cada una de las entidades que participen dentro del contrato.

#### **4.2.4 Licitud en la Causa:**

La causa, tenida como el móvil o motivo que lleva las personas a contratar, en el presente caso deberá estar especificada detalladamente dentro del prospecto de emisión, como se analizó anteriormente, si los dineros captados se planean utilizar para fines diferentes a los estipulados en dicho documento, encontraríamos la nulidad del contrato por causa ilícita y sobrevinientemente la nulidad en la colocación misma de los valores.

Esta actitud reprochable, no podría ser tomada como un incumplimiento del contrato por parte del emisor. Teniendo en cuenta que este acto jurídico bilateral, desde su nacimiento, se encontraría

viciado por la desviación de los fines del contrato, así como su maquinación previa por parte del emisor de los valores.

## **5. Obligaciones generales de las partes**

Si bien las obligaciones específicas de cada una de las partes tienen variaciones sustanciales dependiendo de la modalidad de underwriting que se escoja, en todo caso va a haber obligaciones transversales a todas las modalidades. Dichas obligaciones, al no encontrarse regulado este contrato, serán según le sean aplicables a los fines económicos propios del underwriting, las propias de otros contratos y en especial como se explicaba anteriormente de la compraventa, el mandato, la comisión y el corretaje.

### **5.1 Obligaciones del emisor**

La entidad que emite los valores tiene varias obligaciones, algunas –Como la obligación de información- ligadas a las propias asignadas por la ley a los emisores de manera general y otras, como se anticipó, propias de otros contratos de intermediación, principalmente de la compraventa, el mandato comercial y la comisión. En este sentido, encontramos las siguientes obligaciones:

#### **5.1.1 Brindar al underwriter toda la información relevante frente a la emisión:**

Esta va a ser una de las obligaciones principales del emisor ya que de la información que este brinde, quien coloca podrá establecer las diferentes estrategias a fin de hacer el mercadeo de los valores.

Esta obligación de información que en otros contratos encontramos como un deber secundario de conducta cobra una especial importancia en este caso ya que de ésta, dependerá la intención de los inversionistas de adquirir o no los valores ofrecidos.

En este sentido, la información deberá cumplir con las características de ser absolutamente verídica y completa, ya que el colocador, a pesar de ser un profesional, su campo de acción y su área de conocimiento está limitada al mercado financiero y de tal suerte “*carece de los conocimientos suficientes para poder conocer por sí mismo el alcance de las obligaciones que asume (...). Esta carencia de conocimientos, deberá ser suplida por la información que suministre la otra parte*”<sup>69</sup>. Por lo tanto, esta obligación no se restringe exclusivamente a la emisión para la que se está contratando, sino que se extiende a informar ampliamente sobre el desarrollo del objeto y los resultados de los últimos años de la entidad emisora siendo por lo tanto una información más profunda que la plasmada dentro del prospecto de emisión.

Ahora bien, también hay que dejar claro que esta obligación se extiende a todo el desarrollo del contrato, de tal suerte que el emisor se obliga a informar al colocador, durante todo el tiempo que dure el proceso de colocación, de cualquier cambio relevante que se registre, o bien en aspectos específicos de los valores que se están colocando, o respecto del desarrollo de los negocios y el objeto social del emisor, que de una u otra forma pueda afectar los resultados o existencia del emisor o de los valores a colocar.

Frente a esta obligación de los emisores, resulta útil remitirnos al Decreto 2555<sup>70</sup>, el cual, si bien no regula la relación contractual de éste frente al underwriter, consagra la información que éste debe remitir al Sistema de Información del Mercado de Valores –SIMEV- y las cualidades que

---

<sup>69</sup> LLOBERT Aguado, Josep. El deber de información en la formación de los contratos. Ediciones jurídicas y sociales. Madrid 1996

<sup>70</sup> Artículos 5.2.4.1.1 y siguientes. Decreto 2555 de 2010

dicha información debe tener. Sin embargo, habrá que tener en cuenta que dentro del contrato de underwriting, la información suministrada deberá ir mucho más allá de lo que en el Decreto se establece, pues deberá conllevar todos y cada uno de los aspectos que de una u otra manera afecten la emisión o la calidad de los valores a emitir.

### **5.1.2 Proveer al underwriter los valores según la modalidad convenida.**

Obligación que se deriva del contrato de mandato según la cual el mandante debe proveer al mandatario lo necesario para la ejecución del mandato<sup>71</sup>. En el presente caso, es indispensable a la luz del contrato de underwriting, que el emisor provea según la modalidad convenida los valores al underwriter, para que éste proceda a la colocación en el mercado. Dependiendo de la modalidad de contrato escogida, dicha provisión de los valores puede ser: o bien una transferencia de la propiedad, según las normas de la anotación en cuenta y el reglamento del Depósito Centralizado de Valores, como por ejemplo, cuando se trate de underwriting en firme; o bien que dichos valores se encuentren a disposición de la entidad que esté encargada de hacer la adjudicación, para lograr que en el plazo estipulado dentro del reglamento de emisión, se transfiera la propiedad de los valores a los inversionistas adquirentes, este sería el caso en el que se pacte underwriting garantizado o bien al mejor esfuerzo, en los cuales la obligación del emisor se ve cumplida al tener los valores a disposición de la entidad a la que le corresponda la adjudicación de los mismos. .

### **5.1.3 Pagar la remuneración convenida**

Esta obligación tendrá sus variaciones según la modalidad pactada pero, al ser el underwriting un contrato esencialmente oneroso, siempre habrá como requisito esencial una remuneración que recibirá el underwriter por su labor. Esta remuneración podrá ser, o bien por su labor de

---

<sup>71</sup> Código Civil Colombiano Artículo 2184.

administración y una comisión por la colocación, un porcentaje a prorrata de la colocación lograda según sea el caso o un descuento sobre el precio de colocación de los valores.

En este sentido, si estamos frente a un underwriting en la modalidad de mejor esfuerzo, por lo general se pactará una remuneración fija por la administración de los valores, y una variable según el desarrollo de la labor de colocación; en la modalidad de underwriting garantizado, se puede pactar un esquema de remuneración similar al anterior, más el emisor deberá pagar una ‘prima de riesgo de colocación’ al underwriter por la parte de la emisión que éste, esté asegurando; y por último en el caso del underwriting en firme, se pacta por lo general un descuento, del emisor al underwriter, sobre el precio final de colocación de los valores. Como lo explicaremos a continuación, esta es la modalidad más costosa de underwriting

## **5.2 Obligaciones del Underwriter.**

Por otro lado, en cuanto a las obligaciones del underwriter encontramos cinco obligaciones esenciales que se encuentran en todo contrato de underwriting:

### **5.2.1 Realizar todas las gestiones tendientes al éxito de la emisión**

Esta es la obligación principal dentro del contrato de underwriting, pues el agente colocador, como profesional del mercado de valores debe poner de su parte toda la diligencia y capacidad, encaminada al éxito del trabajo de colocación.

Esta obligación, además de serle propia al underwriting como contrato autónomo, se deriva de obligaciones similares que relucen como principales en el contrato de comisión, frente al comisionista.

Dentro de las gestiones que deberá realizar el underwriter, se encontrarán todas aquellas encaminadas a la correcta y adecuada colocación de la emisión, según las reglas de la experiencia y las ordenes específicas que al respecto hubiera dado el emisor.

Al respecto, cabe resaltar que el underwriter tiene que ceñirse a los límites impuestos por el emisor en cuanto al alcance de la colocación, la cantidad de valores a colocar, los inversionistas a quienes va dedicada la emisión etc., de tal suerte que la extralimitación en sus funciones, desencadenará en la aplicación de los artículos 1266 del Código de Comercio, 2180 del Código Civil, que establecen una responsabilidad propia del mandatario (underwriter) que se obligue más allá de los límites del mandato. Esta responsabilidad podrá ser o bien civil frente a los inversionistas o administrativa e incluso de carácter penal frente al Estado.

Esta obligación, tiene ciertas variaciones, según si el underwriting es al mejor esfuerzo, en firme o garantizado. Posteriormente, se hará el análisis detallado de esta obligación en cada una de las modalidades antedichas.

### **5.2.2 Respetar el precio y condiciones generales de la colocación prescritas en el prospecto de información registrado.**

Es claro que el underwriter no tendrá autonomía para fijar las condiciones de precio y dimensión de la emisión, pues esto será función del emisor. Dichas características deberán estar contenidas dentro del prospecto de emisión de valores, documento que será la guía y base de la emisión y por lo tanto, deberá ser respetado por el agente colocador.

Lo anterior, irá ligado íntimamente con las disposiciones y consecuencias señaladas para las ocasiones en que el underwriter exceda el encargo o bien lo altere de manera sustancial y sin una razón válida, es decir, la aplicación del artículo 2180 del Código de Comercio y 1266 del Código Civil.

### **5.2.3 Realizar todas las gestiones encaminadas a obtener la autorización para la oferta pública**

Habiendo logrado por parte del emisor, a través de su representante legal, la inscripción tanto de la sociedad emisora como de los valores a emitir en el Registro Nacional de Valores y Emisores –RNVE- en los casos en que dicha inscripción se requiera, corresponderá a la comisionista o corporación financiera conseguir que se autorice la oferta pública en el mercado primario.

Si bien el emisor es quien por disposición legal<sup>72</sup> debe hacer las gestiones para registrar los valores en el RNVE, será quien se disponga a colocar los valores por virtud del underwriting quien deberá gestionar la autorización de la oferta pública<sup>73</sup>.

### **5.2.4 Rendición de cuentas y liquidación del contrato según la modalidad pactada.**

Al igual que en el mandato y el contrato de comisión<sup>74</sup>, será obligación del underwriter, una vez terminada su gestión o bien a lo largo de esta, según se haya convenido, hacer una detallada rendición de cuentas de su labor, en la cual se pueda ver claramente la manera en la que se desarrolló la colocación de los valores emitidos, así como el total de los recursos captados del público a través de dicha emisión.

Esta obligación se verá morigerada en el caso del underwriter en firme ya que en ese caso especial, el emisor ya ha recibido la totalidad del capital que pretendía captar, contrario a lo que ocurre con la otras dos modalidades en las cuales en mayor o menor medida, los resultados finales de la emisión solo se conocerán una vez concluido el proceso de colocación.

Ahora bien, cuando se acuerde que el pago de los valores se hará por parte del inversionista a un tercero o bien al emisor de manera directa, la obligación de rendir cuentas del underwriter frente

---

<sup>72</sup> Decreto 2555 de 2010 Artículo 5.2.3.1.12

<sup>73</sup> Cfr. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Instructivo para la realización de oferta pública de acciones, bonos y papeles comerciales. Pg. 27.

<sup>74</sup> Código de Comercio Colombiano Art. 1268 y 1269.



al emisor se verá cumplida por la presentación de un informe detallado de la manera como se llevó a cabo la colocación de la emisión y sus respectivos resultados para el emisor.

Dentro de la obligación de rendir cuentas por parte del mandante al mandatario (underwriter al emisor), se encuentra también lo que conoceríamos como la liquidación del contrato, es decir, el cruce de obligaciones y entrega de valores o dinero cuando dicha entrega se encuentre pendiente.

En este sentido, la liquidación de este contrato entre emisor y underwriter, deberá ser llevada a cabo principalmente por el colocador de la emisión, pues será este quien según la modalidad de contrato, el que conozca exactamente como fue el desarrollo del mismo y las obligaciones que están pendientes entre emisor, underwriter e inversionista.

Le corresponde al underwriter esta obligación en vista de que es él, quien en virtud de sus obligaciones generales como institución financiera, y, especialmente la obligación de separación de activos, contenida en el numeral 5 de artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, tendrá el conocimiento y la documentación necesaria para llevar a cabo dicha labor.

Para el efecto, la liquidación de este contrato podrá variar según la modalidad pactada, de suerte tal que en algunos casos, le corresponderá al underwriter transferir los valores a los inversionistas adquirentes y el monto de la captación al emisor o bien deberá únicamente transferir el monto captado al emisor, indicándole a este los inversionistas adquirentes a quienes se les debe hacer la transferencia de los valores. Como se dijo anteriormente, la forma en la que se liquide el contrato dependerá en un todo de la modalidad de underwriting escogida por las partes.

## 6. Modalidades del contrato

El contrato de underwriting se puede desarrollar de tres maneras diferentes<sup>75</sup> según las cuales las partes del contrato tendrán ciertas variaciones en las obligaciones a cumplir. En este sentido, en el contrato variarán las condiciones de celebración así como las personas sobre las que recaen los riesgos según la modalidad escogida sea en firme, en garantía o al mejor esfuerzo.

No sobra decir, que las tres modalidades se encuentran consagradas en el Decreto Único tanto en la definición misma de la colocación<sup>76</sup> como en la descripción de las operaciones por cuenta propia que les son autorizados a los intermediarios del mercado de valores<sup>77</sup>.

A continuación, se explicará cada una de estas modalidades haciendo énfasis en las obligaciones y deberes de cada una de las partes según sea el caso.

### 6.1 Underwriting en firme:

En esta modalidad, el agente colocador o underwriter adquiere la totalidad de la inversión y posteriormente la coloca en el público según las condiciones especiales que haya establecido el emisor tales como: precio de venta de los valores y periodo en el que se debe llevar a cabo la colocación. En otros términos, es *“aquella en que el agente de colocación o intermediario*

---

<sup>75</sup> Algunos autores como Arrubla y Torrado, clasifican el contrato en cuatro modalidades, incluyendo dentro de éstas el llamado ‘todo o nada’. Para los efectos del presente trabajo, consideramos que dicha modalidad no es más que una desviación de la colocación basada en mejores esfuerzos.

<sup>76</sup> Decreto 2555 de 2010 Artículo 7.1.1.1.2. Numeral 5

<sup>77</sup> Decreto 2555 de 2010 Artículo 2.9.4.1.1 (Artículo 2.2.3.1. de la Resolución 400 de 1995, subrogado por el Decreto 1121 de 2008). Definiciones. Las operaciones por cuenta propia realizadas por sociedades comisionistas de bolsa de valores en el mercado primario de valores serán las siguientes: 1. 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. 2. La adquisición del remanente de una emisión en desarrollo del acuerdo celebrado por la sociedad comisionista para colocar la totalidad o parte de una emisión bajo la modalidad garantizada. (...)Parágrafo. Se denomina colocación en firme aquella en que la sociedad comisionista de bolsa de valores suscribe la totalidad o parte de una emisión de valores, obligándose a ofrecer al público inversionista los títulos así suscritos o adquiridos, en las condiciones de precio que se hubieren establecido en el contrato respectivo. Se denomina colocación garantizada aquella en la que la sociedad comisionista de bolsa de valores se compromete a colocar la totalidad o parte de una emisión de valores dentro de un plazo determinado, con la obligación de suscribir el remanente no colocado en dicho plazo.

*suscribe la totalidad o parte de una emisión de valores, obligándose a ofrecerlos al público inversionista, al precio que hubiere establecido y a un plazo determinado*”<sup>78</sup>.

Al respecto, queda claro que el riesgo de mercado en cuanto a la colocación o no de los valores recae única y exclusivamente en el colocador o underwriter. En este sentido, se configura como una operación por cuenta propia ya que al momento de vender al público emisor, la transferencia de los valores, será directamente de la comisionista a quien compre estos activos financieros con todas las implicaciones que esto conlleva, es decir que en estricto sentido, el inversor no tendrá relación contractual alguna con la entidad que emitió los valores. Dijo en su momento la antigua Comisión Nacional de Valores de Colombia en la Resolución 193 de 1981: “ *Se considera operación por cuenta propia en el mercado primario de valores la adquisición temporal, dentro de la modalidad en firme, de toda o parte de una emisión, con el objeto exclusivo de facilitar la distribución y colocación de títulos, y que se denomina colocación en firme aquella en que el comisionista suscribe la totalidad o parte de una emisión de valores obligándose a ofrecer al público inversionista los títulos suscritos o adquiridos en las condiciones de precio y plazo que se hubieren establecido en el contrato respectivo*”<sup>79</sup>.

Así mismo, frente al presente contrato, el doctor Arrubla Paucar estima que al asumir el riesgo sobre la totalidad de la emisión, esta modalidad de underwriting requiere de gran músculo financiero por parte de las entidades colocadoras, ya que, en esencia, se presentaría un contrato de compraventa del total de la emisión en bloque. De tal suerte, quien emitió los valores, luego de que se ejecute dicho contrato, recibirá la totalidad de dinero que con la emisión estaba buscando mientras que el underwriter, tendrá que hacer la venta de la emisión para que

---

<sup>78</sup> TORRADO Torrado, Heli Abel. Mercado de valores colombiano: Legislación vigente. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984. Pg. 19

<sup>79</sup> COMISIÓN NACIONAL DE VALORES DE COLOMBIA. Resolución 193 de 1981 artículo 2.

finalmente pueda cubrir los costos primigenios, es decir lo que le pago la entidad emisora de valores, y lograr un rédito o utilidad<sup>80</sup>.

Por lo general, este tipo de colocación, conlleva un mayor riesgo para el colocador en el mismo sentido un costo mayor para el emisor, por lo cual es utilizada en casos de colocación muy especiales como por ejemplo, la primera emisión de una entidad o en caso que la necesidad del emisor de hacerse lo más pronto al capital.

## **6.2 Underwriting en garantía o garantizado:**

Según esta modalidad, el emisor va a tener certidumbre frente al producto de la colocación, ya que el underwriter, va a asegurarle que se colocara la totalidad o parte de la emisión y en caso de que dicha colocación en el público general no se produzca, éste (el underwriter) adquirirá el remanente. La doctrina lo ha definido como *“aquella (modalidad) en que el agente de colocación o intermediario, garantiza al ente emisor de los valores la colocación de los mismo dentro de un determinado plazo determinado al efecto, con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo”*<sup>81</sup><sup>82</sup>. Al igual que en la modalidad en firme explicada anteriormente, el underwriter asumirá el riesgo total o parcial de la emisión según asegure la totalidad o parte de ésta.

Cabe resaltar al respecto que en otras latitudes, esta modalidad se ha establecido como un contrato accesorio al contrato de colocación de acciones, así en España se dice que *“el aseguramiento de una emisión es una relación jurídica entre un emisor u oferente de valores y un intermediario financiero, el cual asume la obligación de adquirir todos aquellos valores que no sea posible colocar entre el público inversor por parte de las entidades colocadoras, es decir,*

---

<sup>80</sup> ARRUBLA Paucar, Jaime Alberto. Contratos mercantiles Contratos atípicos Pg. 241

<sup>81</sup> TORRADO Torrado, Heli Abel. Mercado de valores colombiano: Legislación vigente. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984. Pg. 18

<sup>82</sup> En el mismo sentido Cfr. ARRUBLA Paucar, Jaime Alberto. Contratos mercantiles Contratos atípicos Pg. 241

*que no sean adquiridos por los inversores durante el periodo de adquisición de la emisión”<sup>83</sup>.*

Es por tanto, que esta modalidad de underwriting, se puede comparar con un contrato de seguro sui generis en el cual el emisor, por el pago de una prima extra, trasladará al colocador el riesgo de que se coloquen o no completamente los valores fruto de una emisión, operación que se hace con el claro interés de tener precaver y prever los beneficios esperados de la emisión.

### **6.3 Underwriting al mejor esfuerzo:**

Diametralmente diferente a las dos modalidades antes explicadas, nos encontramos ahora con el underwriter al mejor esfuerzo o basada en los mejores esfuerzos, en el cual es el emisor quien asumirá la totalidad del riesgo de la emisión, y el underwriter, cumplirá con sus obligaciones siempre que haya empleado todos los medios que estuvieran a su alcance para lograr los mejores resultados dentro del proceso emisión y oferta de valores. Su naturaleza se ve claramente representada en la obligación de medio del profesional, de manera tal que no le será exigible cierto número de valores colocados o la captación de cierta cantidad de recursos.

En palabras del profesor Torrado *“es aquella en la que el intermediario se compromete con el emisor a realizar sus esfuerzos a fin de colocar la inversión en el público inversionista. En este caso, el agente intermediario no está corriendo ningún riesgo por cuanto al ente emisor más bien le interesa la experiencia que posee en este campo el agente intermediario y no su capacidad financiera para absorber los títulos, en caso de que no puedan ser colocados”<sup>84</sup>.*

Como quedó dicho anteriormente, en esta modalidad será el emisor quién corra con la totalidad del riesgo de una emisión de valores, y el intermediario underwriter, habiendo puesto de su parte su ‘mejor esfuerzo’, no le podrá ser exigible ninguna conducta adicional.

---

<sup>83</sup> CACHON Blanco, José Enrique. Dirección, colocación aseguramiento y asesoramiento de emisiones y OPV’s. Dykinson. Madrid. 1996. Pg. 151

<sup>84</sup> TORRADO Torrado, Heli Abel. Mercado de valores colombiano: Legislación vigente. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984. Pg. 18

Esta modalidad, trae una variación, el ‘todo o nada’, que algunos autores incluyen como forma independiente del contrato<sup>85</sup>, aun cuando personalmente no concordamos con esa teoría, pues el resultado y caracterización y en especial la distribución del riesgo va a ser muy similar a la que se explicó anteriormente. De contera, tenemos entonces lo que podríamos llamar ‘basado en el mejor esfuerzo condicionado’ que ha sido caracterizada como *“una modalidad en la colocación de mayores esfuerzos, por medio de la cual la entidad emisora se compromete a vender la emisión únicamente si la totalidad de la misma es colocada por la firma intermediaria. Si en el plazo de colocación no fuere suscrita la totalidad de la emisión el agente de colocación o intermediario procederá a la devolución de los pagos recibidos por ventas parciales efectuadas quedando sin obligación alguna con los suscriptores y devolviendo también los valores a la entidad emisora”*<sup>86</sup>.

En este entendido, queda claro de la definición traída a colación, que el subyacente jurídico detrás de esta figura, es un contrato de doble naturaleza: por una parte, se encuentra la obligación sujeta a condición suspensiva de la sociedad emisora, frente a la obligación de enajenar los valores emitidos y el derecho a acceder a los ahorros del público, cuyo hecho futuro e incierto positivo, será la colocación de la totalidad de la emisión dentro del plazo estipulado, y en contraparte, encontramos otras obligaciones sujetas a condición resolutoria, las del público inversor, quienes han pagado parte de los valores que pretendían adquirir, y por tanto tienen un derecho que con el cumplimiento de la condición resolutoria negativa (que no se coloque la totalidad de la emisión), se extinguirá ése derecho cierto ya adquirido, como lo es el de ser acreedor de cierto número de valores emitidos. En esta modalidad, el intermediario tiene principalmente dos obligaciones, por un lado la de aplicar sus mayores esfuerzos en la actividad de colocación, y por otra, una

---

<sup>85</sup> Cfr. ARRUBLA Paucar Jaime Alberto. Ob. Cit.

<sup>86</sup> TORRADO Torrado, Heli Abel. Ob. Cit. Pg. 18

obligación de custodia de los dineros del público, pues mientras no se complete la totalidad de la colocación será su deber garantizar la devolución de los mismos.

## CAPITULO III

### RESPONSABILIDAD CIVIL EN LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN

En este capítulo, analizaremos de manera general los daños que con la celebración, ejecución o terminación anticipada del contrato de underwriting se les puedan producir a las partes o terceros intervinientes dentro del contrato. Así mismo, miraremos las diferentes clases de responsabilidad que se pueden presentar de parte de unos u otros y finalmente haremos una breve mención de las acciones que se pueden entablar con el fin de lograr su reparación.

A manera introductoria, es preciso sentar un principio que será norte a la hora de analizar la responsabilidad de todas las partes envueltas en el contrato de underwriting: las entidades financieras son profesionales, lo cual según Néstor Humberto Martínez significa que: tienen un régimen regulatorio que les concede unas prerrogativas e imposiciones especiales a quienes ejercen la profesión<sup>87</sup>, éstas, se concretarán en derechos y obligaciones que a las demás personas naturales o jurídicas no les son aplicables. Como derechos, encontramos entre otros: el de usar dentro de su razón social, la naturaleza jurídica de su entidad (banco, comisionista, fiduciaria, corporación financiera, etc.), el derecho de captar y aprovechar los recursos del público (que para cualquier otra persona constituye un delito) etc. En cuanto a obligaciones, también encontramos ciertos aspectos especialísimos de dichas entidades tales como las reglas prudenciales de capital y

---

<sup>87</sup> Al respecto la Corte Suprema de Justicia ha dicho “Por esto, el Estado en desarrollo de sus competencias constitucionales y legales ha expedido un régimen normativo al cual se deben sujetar los distintos agentes involucrados, dirigido a proteger no sólo a los inversionistas, sino también el orden público económico”. Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, Sentencia de 30 de marzo de 2012. MP Jaime Alberto Arrubla Paucar.



liquidez, las obligaciones establecidas legalmente de mantener un nivel adecuado de riesgo etc.<sup>88</sup> Este profesionalismo antes explicado, le va a significar una aplicación de la responsabilidad in abstracto, frente a un standard de diligencia superior al del simple buen padre de familia o el buen hombre de negocios, se le aplicará el de “el buen profesional del sistema financiero”.<sup>89</sup>

### **1. Responsabilidad civil en la etapa pre-contractual.**

Esta responsabilidad, como es bien sabido, tiene su fundamento principal en el artículo 863 del Código de Comercio<sup>90</sup> y ha sido ampliamente decantada por la jurisprudencia de la Sala de Casación Civil de nuestra Corte Suprema de Justicia, entendiéndola como la responsabilidad incontractando, que se ha encajado dentro de la responsabilidad aquiliana o extracontractual, pues a pesar de que las tratativas entre las partes están encaminadas a contratar, el contrato en sí mismo como instrumento regulatorio de las relaciones privadas, no ha alcanzado a tener existencia de la cual se pueda derivar una responsabilidad<sup>91</sup>.

De tal suerte, dentro del contrato de underwriting no se podrían echar de menos las tratativas antes mencionadas, es decir, todos los actos de las partes encaminados a la celebración del contrato<sup>92</sup>, dentro de los cuales, dichas partes deberán cumplir además del deber general de actuar de buena fe exenta de culpa, el deber de información como autónomo de conducta<sup>93</sup>, aplicable en

---

<sup>88</sup> MARTINEZ Néstor H. Ob. Cit. Pg. 27

<sup>89</sup> LE TORNEAU Phillipe. La responsabilidad civil profesional. Editorial Legis. 2006. Traducido al español por Javier Tamayo Jaramillo. Pg. 101

<sup>90</sup> Código de Comercio “Artículo 863 las partes deberán proceder de buena fe exenta de culpa en el periodo pre-contractual, so pena de indemnizar los perjuicios que se causen”

<sup>91</sup> CORTE SUPREMA DE JUSTICIA-sala de casación civil. Sentencia de 25 de junio de 1989 Mp. Rafael Romero Sierra

<sup>92</sup> TRIGO, Félix A. LOPEZ Mesa, Marcelo. Tratado de la responsabilidad civil. Tomo VI. La Ley. Segunda edición. Buenos Aires. 2011. Pg. 262

<sup>93</sup> Frente a la autonomía del deber de información frente a los lineamientos generales de la buena fe se ha discutido bastante a nivel doctrinal teniendo autores como Arrubla Paucar, quienes incluyen el deber de información dentro del postulado general de la buena fe, mientras que otros, más vanguardistas y a tono con las legislaciones comerciales

el presente caso tanto al emisor como al underwriter, el deber de reserva frente a la información revelada dentro de las tratativas y el deber de abstenerse de realizar actos anti-funcionales.

### **1.1 Deber de información:**

Deberá ser cumplido tanto por los emisores como por el underwriter: el primero por cuanto éste es quien tiene conocimiento de su actividad económica, su desempeño dentro del sector, etc. Y el segundo, en cuanto a que él es el profesional dentro del sistema financiero y en especial dentro del mercado de valores, es él quien deberá informar plenamente al emisor de todas y cada una de las obligaciones que esa calidad le conlleva; tanto con sus inversionistas como con el mercado en general y las autoridades. En este sentido dice Llobert “(...) así si uno de los contratantes que se encuentra en la imposibilidad de informarse, la buena fe obliga al otro a instruirle de los hechos que conoce. Otras veces, cuando un contratante deposita legítimamente su confianza en el otro, la buena fe le impone a este último la obligación de informar”<sup>94</sup>.

De lo anterior encontramos que, si bien por la naturaleza del contrato a celebrar el underwriter es el único profesional en dicha relación, en las tratativas pre-contractuales, hay otra realidad, más aun, en cuanto se habla del deber de información, pues en ese caso tanto el emisor como el colocador serán profesionales en aspectos que le son de vital importancia a este contrato. En este sentido, se ha dicho que “los encargos que se le confían al profesional, no tienen que ver, por lo general, con la actividad del cliente, con los negocios que este realiza, sino con los servicios profesionales de que se trate (...)”<sup>95</sup>. Caso contrario es en el que las dos partes, futuras contratantes, requieren de sus conocimientos profesionales para la adecuada celebración y posterior ejecución del contrato, como ocurre en el underwriting, pues se ve claramente como los

---

más avanzadas, le otorgan a la información que debe ser suministrada por las partes, autonomía propia como deber jurídico. Cfr. TRIGO y MESA Ob. Cit. Pg. 262.

<sup>94</sup> LLOBERT. Ob. Cit. Pg. 39

<sup>95</sup> SALAZAR Lujan. William. Apuntes para una teoría general de la responsabilidad profesional. Memorias del XXIV encuentro Nacional de Acoldece. Bogotá. 2005

dos –underwriter y emisor- tendrán el tratamiento de profesionales respecto de su área de experticia, de contera, deberán actuar con la buena fe del buen profesional procurando proveer la totalidad de la información que resulte relevante a la hora de celebrar el contrato.

Ahora bien, este deber frente al underwriter se encuentra regulado en el numeral 1 del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto Único, en cuanto la citada norma dice expresamente la información mínima que como intermediario de valores debe dar a sus posibles clientes “*de manera previa a la realización de la primera operación*”, que para el efecto entenderíamos como previamente a la celebración del contrato de underwriting. En este entendido, veremos cómo este deber de información regulado normativamente, aplicará tanto en el ámbito pre-contractual como en la etapa de celebración y ejecución del contrato.

### **1.2 Deber de reserva:**

Es evidente que en el transcurso de las tratativas previas del contrato de underwriting, las partes comparten información de carácter reservado, especialmente quien vaya a emitir los valores, ya que, a fin de que un underwriter le parezca atractivo colocar los valores que se van a emitir, debe conocer a lo menos someramente datos bastante comprometedores como pueden ser, el desarrollo del negocio para el cual se requiere captar el capital, o la idea que se piensa implementar.

Es por eso que, especialmente las entidades financieras y cada uno de sus empleados, tienen el deber de reserva sobre todos los secretos que conozcan a raíz de ciertos tratos pre-contractuales. Este secreto, se concibe como una obligación de no hacer, indeterminada en el tiempo, excusada únicamente porque el secreto se convierta de dominio público, o bien por requerimiento de la autoridad competente<sup>96</sup>.

---

<sup>96</sup> TRIGO y MESA Ob. Cit. Pg. 267

Contrario a lo que ocurre con el deber de información consagrado en el Decreto 2555, el deber de reserva tal como se estipula en el artículo 7.3.1.1.2, no es aplicable a los tratos previos entre el emisor y el underwriter. Lo anterior, debido a su literalidad según la cual dicho deber le aplica a “*las operaciones sobre valores ejecutadas en virtud de los contratos celebrados*”. Por lo tanto, en el escenario de la responsabilidad pre-contractual, la consagración legal de ese deber no será aplicable. Por esta razón, su contenido al no estar reglado abarcará muchos más comportamientos y de suyo será mucho más amplio en cuanto a la protección de la información confidencial que entre los futuros contratantes se intercambien, que si estuviera sujeto a la norma ya citada. Sin embargo, cabe resaltar que dicha normativa, tiene una consagración bastante proteccionista, que abarca no solo la información a la que se ha tenido acceso con ocasión del contrato sino también protege cualquier información confidencial del cliente.

### **1.3 Abstenerse de realizar actos anti-funcionales:**

Definido por la doctrina argentina, “*todos los actos no idóneos para hacer avanzar las negociaciones, y al mismo tiempo puedan ocasionar perjuicios a cualquiera de las partes*”<sup>97</sup>, en el caso del underwriting, esto se puede dar cuando el emisor o el underwriter, tenga una posición de dominio frente a su contraparte, posición esta que le permita imponer, como condiciones para contratar, ciertos requisitos que resultarían gravosos de cumplir, y que, a la hora de la celebración y ejecución del contrato, van a resultar inocuos.

En este sentido, los actos deliberados de alguna de las partes que hagan más gravosa la contratación para la otra parte, no pueden tener cabida dentro de la etapa pre-contractual y por lo tanto, quien incurra en dichos actos deberá indemnizar a su contraparte en los gastos adicionales o los perjuicios que le hizo incurrir en aras de llegar a celebrar el contrato.

---

<sup>97</sup> *Ibíd*em Pg. 267

A manera de ejemplo, se podría decir que la exigencia por parte del emisor de que el underwriter que constituya garantías de cumplimiento del contrato por valores muy superiores a los de la emisión las cuales pongan al underwriter en una situación tan gravosa que le sea más fácil evitar la contratación con el emisor, o por parte del underwriter, exigirle al emisor de los valores una calificación del riesgo de los mismos, cuando ésta no sea exigida por la ley, como por ejemplo en el caso de las acciones, so pena de no celebrar el contrato; resultan requisitos arbitrarios de una de las partes y en el mismo sentido serán anti-funcionales frente a la celebración del contrato.

#### **1.4 Deber de actuar de buena fe:**

Entendido como la honra a la palabra empeñada, no defraudando la confianza depositada<sup>98</sup>. Es decir, *“actuar con la convicción de que su contraparte en una determinada relación jurídica es el titular de un derecho que él aspira a incorporar dentro de su patrimonio, pero en realidad tal apariencia no tiene correspondencia con un derecho subjetivo radicado en el patrimonio de aquel”*<sup>99</sup>.

Dentro de este deber general de actuar de buena fe, se incluye la obligación que tienen las partes de no interrumpir o retirarse de las negociaciones de manera abrupta e intempestiva, sin razones que justifiquen este comportamiento.

#### **1.5 Imputación de la responsabilidad en la etapa pre-contractual e indemnización del daño.**

El régimen de responsabilidad incontractando aplicable a las partes del contrato de underwriting será robusto y las posibilidades de exoneración serán exiguas. Si bien de manera general nos encontramos ante el régimen de responsabilidad aquiliana por el hecho propio, en la cual a la víctima le compete probar tanto el daño como el nexo causal y la culpabilidad, veremos como:

---

<sup>98</sup> *Ibíd.*

<sup>99</sup> SOLARTE Rodríguez, Arturo. La buena fe contractual y los deberes secundarios de conducta. Revista Universitas Jurídica. Volumen. 108. Bogotá.2004. Pg. 285

por una parte, este régimen se ve agravado por la valoración en concreto de la culpa profesional y por la otra, habrá que tener en cuenta la aplicación excepcional del factor objetivo de responsabilidad especialmente frente al incumplimiento del deber de reserva.

La discusión doctrinal frente al factor de imputación aplicable a las tratativas previas ha sido extensa, y tanto quienes abogan por la aplicación objetiva como subjetiva, esgrimen contundentes argumentos.

Por una parte, quienes se enfilan dentro del factor objetivo de la responsabilidad pre-contractual arguyen que: “...la responsabilidad pre-contractual es independiente de toda idea de culpa extracontractual o contractual. Se trataría de una conducta antifuncional y abusiva en el ejercicio de la prerrogativa jurídica del derecho de no contratar...”<sup>100</sup>.

Por otro lado, quienes pugnan por la aplicación de un factor subjetivo y, de contera, una valoración de culpa en la responsabilidad pre-contractual establecen: “No nos convence demasiado el criterio objetivo: si alguien comienza tratativas y se aparta, habrá responsabilidad salvo que pruebe la existencia de una causa ajena. Esto parece excesivo en la medida en que hay muchos motivos por los cuales uno puede retirarse; una visión objetiva anularía el balance equilibrado entre las razones de la competencia y de la buena fe, que el derecho debe evaluar. Es necesario poder explicar las razones y admitir la prueba de la falta de culpa”<sup>101</sup>.

Personalmente, como lo anticipamos, creemos que los dos factores de imputación son aplicables para el caso de la responsabilidad pre-contractual. Claro está, mientras se presenten diferentes supuestos de hecho.

---

<sup>100</sup> SPOTA, Alberto. Instituciones de Derecho Civil Contratos. Depalma. Tomo I. Buenos Aires. 1981. Pg. 316

<sup>101</sup> LORENZETTI, Ricardo La Ley. Responsabilidad Civil- Doctrinas Esenciales. Tomo I. Buenos Aires. Pg. 927

En este sentido, la responsabilidad objetiva se podrá aplicar en cuanto se incumpla específicamente el deber de reserva antes explicado. Lo anterior, en tanto en cuanto un quebranto a dicho comportamiento exigido por la ley y esperado de las partes, no admite una valoración de la conducta o comportamiento de quien ha violado dicho deber. En ese entendido, de presentarse la divulgación de información confidencial conocida con ocasión de las tratativas previas, con la simple demostración del hecho, el daño y el nexo causal, se hará acreedor de una indemnización. Teniendo claro que, a quien se le imputa dicha responsabilidad se podrá defender de esa endilgación demostrando una causa extraña –fuerza mayor o caso fortuito, hecho de un tercero o culpa exclusiva de la víctima-.

Ahora bien, quienes convergen bajo la teoría según la cual el factor de imputación en la responsabilidad pre-contractual es meramente subjetivo, establecen igualmente cierta presunción de culpa atribuible a la entidad financiera que cause el daño. Dicen ellos que: una vez endilgada la responsabilidad por parte de la víctima, el presunto culpable –underwriter- tendrá que desvirtuar una presunción de culpabilidad que sobre éste pesa por el hecho de su profesionalidad y el carácter riesgoso de la actividad financiera<sup>102</sup>. En este caso, la exoneración de responsabilidad de la entidad financiera, se demostrará en primer lugar; probando la diligencia que en concreto y frente al caso especial tuvo la entidad; en segundo lugar, un factor extraño; y en tercer lugar, desvirtuando el daño sufrido por el emisor de los valores.

Recapitulando, la responsabilidad pre-contractual en el contrato de underwriting está basada en los principios de la responsabilidad civil extracontractual y de suyo, el principio del ‘neminem laedere’. En este entendido, su factor de imputación podrá ser objetivo o subjetivo dependiendo de los hechos que den lugar a tachar como responsable a alguno de los contratantes.

---

<sup>102</sup> En este sentido, LE TORNEAU Phillipe. La responsabilidad civil profesional. Editorial Legis. 2006. Traducido al español por Javier Tamayo Jaramillo. Pg. 105

Sin embargo, en el sistema legal colombiano y su desarrollo jurisprudencial, aun se tiene cierto recelo para prescindir de la culpabilidad al endilgar responsabilidad de cualquier tipo. Esta negativa de la jurisprudencia para importar a nuestro sistema de daños la responsabilidad objetiva, no ha sido ajena a las relaciones pre-contractuales. En este entendido, dijo la Corte Suprema de Justicia en su Sala de Casación Civil: *“De la misma manera, en sentencia de 28 de julio de 1970 esta Corporación insistió en que no ha acogido el enfoque de la responsabilidad objetiva, reiterando que “en el actual estado de nuestro derecho positivo no puede pretenderse en ningún caso prescindir de la culpa para estructurar el concepto de responsabilidad civil extracontractual””*<sup>103</sup>. Por esta razón, actualmente en Colombia, y a nivel de responsabilidad civil extracontractual, la jurisprudencia ha sido muy celosa al utilizar el término de responsabilidad objetiva, matizándolo de cierta manera como un régimen de presunción de culpabilidad<sup>104</sup>, el cual, para el caso concreto de la responsabilidad pre-contractual, será el aplicable a la luz de la jurisprudencia y la doctrina nacional. Ahora bien, en nuestro parecer y basados en la doctrina internacional antes citada, sería un gran avance introducir la responsabilidad objetiva en aspectos tales como la responsabilidad pre-contractual por violación del deber de reserva, tal como se expuso en párrafos anteriores.

Analizada esta primera relación jurídica underwriter-emisor, se hace obligatorio analizar la etapa pre-contractual entre el comisionista o colocador y su cliente o inversionista. Al respecto hay que decir que, en cuanto al underwriter, aplicará el régimen planteado en párrafos anteriores, por cuanto como se ha mencionado, él es el profesional del mercado de valores.

---

<sup>103</sup> Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. Sentencia de 18 de diciembre de 2012. MP. Ariel Salazar

<sup>104</sup> Sin embargo, la Sala de Casación Civil de la corte Suprema, ha admitido la responsabilidad objetiva en ciertos casos tales como aquella derivada de daño ambiental puro. Cfr. Sentencia de 16 de mayo de 2011. Corte Suprema de Justicia Sala de Casación Civil. MP. William Namén Vargas



Por otra parte, en cuanto a los inversionistas, en la etapa pre-contractual, siempre y cuando la oferta pública se encuentre vigente, el colocador de la emisión, en principio, el underwriter no podrá abstenerse de contratar, ya que, si se abstiene, o se retira de una negociación de manera abrupta y sin razón o sustento, en primer lugar, incumpliría el contrato de colocación que tiene con el emisor y en segundo lugar, podría en ciertos casos responder frente al frustrado inversionista por su comportamiento mal intencionado en la etapa pre-contractual. Para los efectos, el underwriter se podría excusar de la no contratación por limitadas cuestiones como lo serían por ejemplo: aspectos referentes al control de riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo o bien en cuanto la oferta esté dirigida a un grupo de inversionistas calificados dentro del cual no esté el frustrado contratante.

Por último, frente a los daños que podrían ser objeto de indemnización en esta etapa contractual la Corte Suprema de Justicia mantenía hasta hace muy poco la teoría según la cual únicamente se indemnizaba el daño al interés negativo, *“o de confianza ordenado por definición hacia el restablecimiento de la situación patrimonial negativa en la que puedan encontrarse aquellos por la confianza que tuvieron en que el curso normal de la negociación no se interrumpiría”*<sup>105</sup>, pero en un reciente pronunciamiento, la Corte cambió de posición estableciendo que, en cuanto al daño incontractado se trata, se han de indemnizar todos los perjuicios que válidamente se hayan demostrado a lo largo del proceso en este sentido dijo esta Corporación: *“La ruptura injustificada de los tratos previos origina el deber legal de reparar todos los daños ocasionados que estén debidamente demostrados en el proceso y cuya carga probatoria corresponde al damnificado con los restantes elementos de la responsabilidad. Esta, a falta de contrato, naturalmente se aprecia de conformidad con las reglas que gobiernan la “responsabilidad civil*

---

<sup>105</sup> CORTE SUPREMA DE JUSTICIA, Sala de Casación Civil. Sentencia de Noviembre 23 de 1989. MP. José Alejandro Boniveto Fernández

*extracontractual”, y en la valoración de los daños el juzgador aplicará los criterios señalados en el artículo 16 de la Ley 446 de 1998, pudiendo acudir a las reglas generales de la “responsabilidad civil”, como en el caso, a los intereses legales civiles fruto de una suma de dinero o renta.(...) es admisible tomar en cuenta para la tasación de los perjuicios en la modalidad de lucro cesante y por concepto de “ganancia frustrada”, la tasa de interés legal del seis por ciento (6%) anual como resarcimiento del daño que se causó, ante la ausencia de norma especial que regule lo atinente a los componentes del “interés negativo” a que alude la censura; sin que se excluya la posibilidad de poder reclamar la indemnización según lo probado en el proceso.”<sup>106</sup>*

En el caso del underwriting, la indemnización por responsabilidad pre-contractual de las partes será: el daño al interés negativo –que comprende tanto daño emergente como lucro cesante- el cual se puede ver reflejado tanto en todas aquellas erogaciones que se hayan efectuado previa la celebración del contrato, como en el costo de oportunidad de haber entrado en dichas tratativas, pudiendo haber empleado su tiempo o dinero en otros contratos. Ahora bien, teniendo en cuenta la reciente jurisprudencia de nuestra Corte Suprema de Justicia, también se deberán indemnizar todos los daños que, siendo ajenos al llamado interés negativo, sean ciertos y se hayan probado adecuadamente dentro del proceso.

Valga clarificar en este punto que, lo determinado por la Corte Suprema como todo lo probado dentro del proceso, aun siendo ajeno al interés negativo, no hace referencia a la ganancia esperada del contrato no celebrado o lucro cesante derivado del interés positivo, más si a cualquier daño que escape el lucro cesante y el daño emergente del interés negativo, como lo

---

<sup>106</sup> CORTE SUPREMA DE JUSTICIA, Sala de Casación Civil. Sentencia de Julio 5 de 2011. MP. Ruth Marina Díaz Rueda

podrá ser un lucro cesante que rebase el interés legal del 6% E.A., por la demostración de rentabilidades habituales superiores a esa tasa de retorno.

## **2. Responsabilidad contractual de las partes:**

A continuación, se analizará la responsabilidad de cada una de las partes derivada del incumplimiento de sus obligaciones dentro del contrato así, en primer lugar se analizará la responsabilidad del emisor frente al underwriter y el inversionista; en segundo lugar, la responsabilidad del underwriter frente a las otras dos partes; y en tercer lugar, la responsabilidad del inversionista

### **2.1 Emisor:**

En cuanto a la responsabilidad del emisor, este será responsable hasta la culpa leve, según los preceptos de nuestro Código Civil, por reportar un beneficio del contrato de underwriting en cualquiera de sus modalidades.

Adicionalmente, el emisor deberá, además de pagar al underwriter la comisión pactada, en los casos en que haya lugar, darle toda la información relevante al underwriter a fin de que se pueda desarrollar adecuadamente el contrato frente a los inversionistas. Bien lo dice el profesor Chacón *“junto con esta obligación de pago de la comisión, el oferente asume la obligación de proporcionar al colocador de valores todos los instrumentos e información que sean precisos para que el colocador desarrolle su actividad frente a los clientes”*<sup>107</sup>.

Tenemos entonces, que el emisor es el principal responsable por la información contenida en el prospecto de información, por lo tanto, los casos en que dentro de este se consagren datos errados

---

<sup>107</sup> CHACON Blanco, José Enrique. Ob. Cit. Pg. 112

o falsos, por los cuales se induzca a error tanto al colocador como a los inversionistas, éste deberá responder.

Esta responsabilidad puede ser o bien frente al underwriter o bien frente al inversor. Así mismo, si el underwriter es accionado por el inversionista debido a las reticencias contenidas en el prospecto, que hubieran llevado a que la inversión sea mucho más atractiva de lo que en realidad es, éste podrá repetir a su vez al emisor por haber consagrado de manera culposa o bien dolosa, información falsa, o por no haber incorporado información relevante.

## **2.2 Underwriter:**

Como se ha reiterado anteriormente, el profesional del sistema financiero es el underwriter y, es por lo tanto sobre quien le recae la mayor carga no solo obligacional, sino que le demandará una mayor diligencia en el cumplimiento de sus obligaciones frente al emisor y frente al inversionista.

Ahora bien, ni nuestra legislación mercantil y mucho menos la civil ha establecido regímenes de responsabilidad específicos a la hora de evaluar los daños que puedan causar los profesionales en cierta actividad y como bien lo dice Arrubla: *“Desafortunadamente nuestra legislación mercantil no estableció en forma general una responsabilidad profesional para quienes se dedican a las actividades mercantiles de manera lucrativa, y por ello debemos guiarnos en este contrato por cánones clásicos de la responsabilidad por culpa. Por tratarse entonces de un contrato oneroso, que reporta utilidad para ambos contratantes, el underwriter responde hasta la culpa leve. (...) No obstante, no estamos de acuerdo con este esquema de responsabilidad para el underwriter. Tratándose de profesionales del comercio y la actividad bancaria, la responsabilidad moderna debe basarse en el riesgo profesional. Quien ejerce una actividad económica lucrándose de ella, debe presumirse responsable, estableciendo un régimen de eximentes de responsabilidad que*

*deberá acreditar para exonerarse*”<sup>108</sup>. Es por lo tanto que es nuestro deber remitirnos tanto a los principios básicos de la responsabilidad civil así como los pronunciamientos de la Corte Suprema de Justicia que los han desarrollado.

En este sentido, bastantes autores han catalogado las obligaciones propias de los contratos de intermediación, como lo es el underwriting, como las típicas obligaciones de medio en las cuales *“a lo que se compromete el deudor es simplemente a realizar determinadas acciones en busca de obtener un resultado pero sin garantizar que este se produzca”*<sup>109</sup>. Lo cual cobra relevancia en cuanto a la variación de las cargas probáticas, las cuales son trasladadas al acreedor de la obligación, es decir, a quien pretenda hacer responsable a su contraparte por ciertos perjuicios sufridos. En este entendido, el emisor que pretenda entablar una acción de responsabilidad civil en contra del underwriter, deberá probar que éste actuó sin la debida diligencia que se le demanda como profesional, en concreto, en la situación especial que dio lugar al incumplimiento del contrato,

Ahora bien, en cuanto estamos frente a un contrato que se puede celebrar en tres modalidades diferentes, lo establecido de manera general en cuanto a las obligaciones de medio, se verá de cierta forma morigerado en el contrato de underwriting. Según la modalidad en la que se contrate, el intermediario tendrá más o menos obligaciones de medio y de resultado<sup>110</sup>. Se dice más o menos, ya que en las tres modalidades especiales de underwriting hay cabida tanto para las obligaciones de medio como para las de resultado, y mal haríamos, caracterizando la totalidad de sus obligaciones en una u otra categoría.

---

<sup>108</sup> ARRUBLA. Ob. Cit. Pg. 247

<sup>109</sup> BARRERA Tapias, Carlos Darío. Las obligaciones en el derecho moderno. Libro I. Colección Profesores N° 18. JAVEGRAF. Bogotá 1995

<sup>110</sup> “Según que el acreedor para comprometer la responsabilidad del deudor, le baste con demostrar que no se produjo el resultado al que se había comprometido este último y sin que este pueda exonerarse alegando que utilizó todos los medios que un buen hombre de negocios hubiera usado para obtener el resultado deseado” BARRERA Tapias. Ob. Cit. Pg., 63

En cuanto al underwriting en firme, nos encontramos que la mayor parte de las obligaciones principales del intermediario serán de resultado, por cuanto éste se compromete principalmente a adquirir la totalidad de la emisión con el fin de colocarla posteriormente en el mercado. En cuanto a la primera obligación, es obvio que no se podría hablar de mayor o menor diligencia en un contrato de compraventa cuya ejecución se realizará de manera inmediata y sus obligaciones, bien sean puras y simples o bien sujetas a modalidad, se deben cumplir integralmente. En este caso, el underwriter incurriría en responsabilidad en cuanto no pague los valores que ha adquirido para su posterior venta dentro del término establecido, incumplimiento que podrá generar al emisor tanto daño emergente como lucro cesante, los cuales pueden llegar a cifras considerables teniendo en cuenta los montos habituales de que involucran estos contratos. En cuanto a la segunda obligación, nos encontramos con un panorama diferente y bastante más complejo pues si bien ya se produjo el pago de los valores al emisor, con ése pago no cesan las obligaciones del underwriter, pues aún deberá hacer todo lo que esté a su alcance para colocar la totalidad de la emisión en el público. Nos surge entonces la pregunta: ¿Qué interés puede tener el emisor en que se coloque o no la emisión, si éste ya recibió el financiamiento que estaba buscando? Pues bien, un acaparamiento de la totalidad o la mayor parte de una emisión, dependiendo de los valores que se emitan podrá tener diferentes consecuencias. Si es una emisión de acciones, el colocador adquiriría una participación importante dentro de las decisiones de la sociedad emisora, lo cual sería un resultado absolutamente indeseable por parte de los socios en cuanto podría intervenir de manera significativa en la toma de decisiones de la sociedad. Por otra parte, si fueran valores de contenido crediticio sería igualmente indeseable por el manejo que se le pretenda dar a dichos bonos, por ejemplo, si al término de redención quieren prorrogarlos y el underwriter que se quedó con dichos bonos en cuenta propia no quiere, perderían gran parte de su crédito.

Hoy en día, no hay un barómetro que nos diga de manera específica que parte de la emisión sería aceptable que se quedara en cabeza del underwriter, y a nuestro juicio, ese criterio no podría constituir responsabilidad por sí mismo, pues como ya se dijo, nos encontramos ante una obligación de medio y, el emisor al celebrar el contrato en firme, de cierta forma aceptó el riesgo razonable de que esto pudiera ocurrir. De tal forma, al momento en que no se enajene la totalidad de la emisión, nos tendremos que ir a las circunstancias específicas que llevaron al underwriter a no vender parte de la emisión, la cuales podrían ser infinitas; a modo de ejemplo, una crisis inesperada dentro del mercado o una emisión paralela más atractiva para los inversionistas. Más si el emisor prueba que detrás de ese remanente en cuenta propia del underwriter hay una culpa o dolo, ése deberá indemnizar, pues habrá un incumplimiento del contrato. En el mismo sentido, el underwriter como medio de defensa, se podrá escudar en alguna cláusula contractual que lo faculte para quedarse con parte de la emisión, o no existiendo dicha cláusula, podrá argüir todas aquellas circunstancias ajenas a su voluntad o culpa que dieron pie a que la colocación fuera incompleta o también, podrá demostrar que si bien empleó toda la debida diligencia en la ejecución de dicha obligación, esta no fue posible.

Respecto de este tema Lisandro Peña Nossa dice: “(...) *La prestación a cargo del underwriter consiste en conseguir el resultado económico concreto y medible esperado por la emisora; su obligación es de fin y no de medio (...) en el mismo sentido, Ernesto E. Matoreli señaló: ‘se debe tener en cuenta que el underwriter no busca la inversión del capital como pueden ser las acciones en el caso de los holdings, sino que su propósito es desprenderse de esas acciones a fin de colocarlas en la cartera que él previamente ha avaluado y que tiene en su poder como consecuencia de haberlas adquirido’*”<sup>111</sup>

---

<sup>111</sup> PEÑA NOSSA, Lisandro Ob. Cit. Pg. 472

En segundo lugar, en cuanto el underwriting garantizado, nos encontramos ante otro escenario pues en términos generales, hay una gran obligación de resultado: que la totalidad de los valores emitidos salgan de la cuenta del emisor, bien sea por que el underwriter a través de su gestión comercial logró la colocación de todos los valores o bien por la obligación condicional para el colocador de adquirir el remanente del monto de la emisión que no le fue posible vender al público en el plazo establecido.

En este entendido, la obligación de compra del remanente de la colocación será una obligación condicional que dependerá de que al vencimiento del plazo para la colocación, aún queden valores remanentes, es por lo tanto que antes de cumplido el plazo o bien cumplido el plazo pero incumplida la condición, no nacerá la obligación para el underwriter pues el contrato se entendería ejecutado satisfactoriamente al momento en que se comercializó el último valor autorizado para la emisión.

Ahora bien, en este caso, podremos enfrentarnos a situaciones similares a la del underwriting en firme, por cuanto una mala gestión en la primera parte del contrato, obligaría al underwriter a adquirir todos los valores remanentes, lo cual como ya lo explicamos, puede llegar a generar un perjuicio a la entidad emisora.

En tercer lugar, el encontramos el underwriting al mejor esfuerzo, frente al cual si podríamos decir que estamos ante obligaciones puramente de medio, en este caso si se deberá mirar muy detalladamente la diligencia profesional del colocador a la hora de evaluar el incumplimiento del contrato.

Para los efectos, ya hicimos una referencia a las obligaciones de medio y sus consecuencias de tal forma que resulta reiterativo repetirlo en este aparte.



Ahora bien, como se explicó en el numeral 2.5.3, esta clase de underwriting, tiene una modalidad especial, el ‘todo o nada’, o, como lo denominamos anteriormente ‘basado en mejores esfuerzos condicionado’. En este caso, el underwriter deberá ser más cauteloso y celoso en el cumplimiento de sus deberes y obligaciones profesionales, pues si se demostrara que por su culpa o dolo, no se hizo la venta de la emisión, se estaría enfrentando a grandes daños causados a la entidad emisora, los cuales pueden ser susceptibles de indemnización.

En cuanto a la responsabilidad contractual frente a los inversionistas, decimos que esta puede devenir o bien del incumplimiento del contrato de comisión propiamente dicho, o por el incumplimiento de los deberes que la ley les establece a los intermediarios, en este sentido dice Chacón:

*“El colocador asume, pues, dos tipos de responsabilidad frente al inversor:*

- *De un lado, las propias del contrato de comisión del mercado de valores, en los supuestos en que exista una relación de comisión entre el colocador e inversor.*
- *De otro lado y en todo caso, una responsabilidad frente al inversor por los posibles incumplimientos de las normas legales del mercado de valores relativas a la actuación de intermediarios y en particular, a las del colocador”<sup>112</sup>*

En este sentido, encontramos que la primera responsabilidad será en los casos en que exista un contrato de comisión entre el colocador y el inversionista. Es decir, todos aquellos casos en los cuales el inversionista encargue al underwriter la celebración de uno o varios contratos de compraventa de cierta cantidad específica de los valores que están siendo objeto de colocación por parte de ese mismo intermediario del mercado, en la modalidad garantizada o al mejor esfuerzo, caso en el cual se aplicarán las reglas de responsabilidad profesional que ya hemos estudiado.

---

<sup>112</sup> CHACON Blanco, José Enrique. Ob. Cit. Pg. 103

En este sentido, vale la pena analizar cuándo hay un contrato de comisión entre el intermediario y el inversionista, logrando de tal forma determinar el régimen de responsabilidad aplicable. La Superintendencia Financiera de Colombia en reciente concepto, expresó que la relación jurídica underwriter - inversionista se podrá manifestar de dos formas diferentes<sup>113</sup>: la primera en la cual el colocador se limita a ofrecer los valores a los inversionistas, actuando en representación del emisor, caso en el cual no se presentaría contrato de comisión, pues lo que habrá, será un contrato de suscripción en el cual el underwriter actúa en representación del emisor y de contera, el inversionista contrataría directamente con el emisor. La segunda modalidad, será en la cual el colocador, a su vez es comisionista del inversionista y éste, el inversionista, le da la orden de comprar parte de la emisión que está colocando, situación en la cual la relación jurídica subyacente entre el inversionista y el underwriter será un contrato de comisión con todas las implicaciones que a continuación se analizan.

De tal suerte, es pertinente analizar en detalle los efectos del contrato de comisión, ya que a través de éste, determinaremos si el underwriter ha de responder frente a las partes (emisores y clientes) por el incumplimiento respectivo de cada una de estas o bien una vez cumplida su obligación de intermediación con la debida diligencia, salvará su responsabilidad y cualquier incumplimiento deberá ser litigado directamente entre el emisor y el inversionista.

De tal forma, encontramos que el contrato de comisión es en esencia no representativo y por lo tanto todos los actos que realiza el comisionista, para el caso, el underwriter, los realiza en nombre propio pero por cuenta ajena. Es decir, las obligaciones del contrato por regla general recaerán sobre el underwriter y será éste el llamado a cumplir, ahora bien, teniendo el anterior

---

<sup>113</sup> SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA .Concepto 2013050868-003 de 17 de julio de 2013

planteamiento como regla general, cabe hacer ciertas precisiones y dejar sentados ciertos matices al respecto.

En primer lugar, al no haber representación ni del inversionista ni del emisor por parte del underwriter frente a cada una de ellos, y el contrato se celebre en sus modalidades garantizado o bien al mejor esfuerzo, tendremos que el sujeto colocador será quien subsumirá la totalidad de los riesgos de incumplimiento de las partes. De tal suerte, si el inversionista incumple con el pago, el colocador deberá responder por dicho pago frente al emisor, y en el mismo sentido si el emisor incumple con la transferencia de los valores, también le corresponderá al underwriter responder frente al inversionista por los perjuicios que dicha transferencia ocasione. Dejando claro que en cualquiera de los casos, el colocador podrá a su turno repetir en contra del sujeto por quien le haya tocado responder, pues de suyo, hubo un incumplimiento contractual entre éste (el sujeto incumplido bien sea emisor o inversionista) y el underwriter.

El segundo supuesto de responsabilidad, se da en todos los casos, haya o no un contrato de comisión, pues como lo sostiene la doctrina española en cuanto el inversionista acude al underwriter a comprarle cierta cantidad de valores, si no existe contrato de comisión, surgirá a lo menos un contrato de prestación de servicios dentro de lo que se encontrará la obligación principal de asesoramiento.

Este supuesto, se dará en el caso en que el underwriting sea en firme, como ya se anticipó al analizar dicha modalidad, hay dos relaciones jurídicas diferentes, distanciadas entre sí por el tiempo, de tal suerte, el inversionista está contratando directamente con el colocador, quien según el registro y la anotación en cuenta, es el legítimo tenedor de los valores por lo tanto, en este caso no habrá contrato de comisión y por el incumplimiento de las obligaciones de transferencia, responderá el underwriter directamente y no por cuenta del emisor.

Sin embargo, frente a la asesoría que deberá prestar el colocador al inversionista cuando entre ellos no haya un contrato de comisión, hay que precisar que a lo largo del Decreto Único se hace referencia a la asesoría en dos marcos diferentes: primero, se refiere a la asesoría como operación de intermediación de valores y, en segundo lugar, como un deber de algunos intermediarios de valores frente a sus clientes. En este caso, y revisando los preceptos legales<sup>114</sup>, nos referimos exclusivamente al primer supuesto, es decir, la asesoría como operación de intermediación, pues como ya se anticipó, no se aplica como deber en tanto en cuanto no estamos frente a un contrato de comisión, sino por el contrario, la información que se dé, está encaminada a la celebración de un contrato de compraventa de valores propios del underwriter<sup>115</sup>.

Frente al incumplimiento de esta clase de asesoría, la Corte Suprema de Justicia ha tenido un único pronunciamiento, en el que establece que:

*“Precisamente por estar comprometido el interés público, los comisionistas, en sus actividades negócias con los inversionistas, encuentran constreñido al ámbito de su autonomía privada, en la medida que su actividad está sujeta a controles por parte del Estado, quien ejerce un control tendiente a preservar el interés general, comprometido en la transparencia del mercado de valores, precaviéndolo de eventuales actividades ilícitas por parte de terceros que pretenden utilizarlo para el lavado de activos u otras conductas delictivas (...)*

*(...) las entidades sujetas a vigilancia del Estado, cual acontece con las sociedades comisionistas de bolsa, les corresponde proveer a sus clientes la información necesaria, en orden a que, a través de elementos de juicios claros y objetivos, puedan escoger las mejores opciones del mercado y tomar decisiones informadas.*

---

<sup>114</sup> Decreto 2555 de 2010 artículo 7.1.1.1.3 (Asesoría como actividad de intermediación). Decreto 2555 de 2010 artículo 7.3.1.1.3 (Asesoría como deber adicional de los intermediarios)

<sup>115</sup> Al respecto Cfr. Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006. Primera edición 2007. Bogotá. Pg. 749 “Una adecuada asesoría en sus variadas formas, resulta indispensable para que el público inversionista tome sus decisiones de inversión sobre bases serias y con suficientes elementos de juicio”

*Se trata, en últimas, que adquiera plena conciencia de los términos o condiciones de la inversión a realizar y de las consecuencias mediatas y potenciales que debe asumir. De ahí que una adecuada asesoría, a partir de parámetros jurídicos, económicos y financieros suministrados en forma transparente, resulta indispensable a esa finalidad.”<sup>116</sup>*

En este entendido como bien lo expresó el doctor Andrés Flórez en columna publicada en *Ámbito Jurídico* el 4 de octubre de 2012: *“De acuerdo con el fallo, las sociedades comisionistas de bolsa cumplen con el deber de asesoría cuando, con especial diligencia y responsabilidad, propias a su profesionalidad y especial conocimiento del mercado en el cual actúan, proveen la información suficiente a los clientes para que estos tomen decisiones de inversión. Y con el deber de abstención cuando inejecutan operaciones, esto es, se abstienen de realizarlas en los casos en que adviertan, según su criterio profesional y de acuerdo con las condiciones reales del mercado, un claro riesgo de pérdida anormal para los clientes.*

*Si los clientes aceptan que se realice una determinada operación y la sociedad comisionista de bolsa, previamente va a ejecutar la misma, ha cumplido con el deber de asesoría y, a la vez, no existen al momento de la operación, elementos de juicio para que esta se abstenga de ejecutarla, los riesgos de la operación son de los clientes y solo de ellos”<sup>117</sup>.*

### **2.3 Responsabilidad del inversionista:**

El inversionista, será responsable principalmente frente al underwriter por la relación contractual que entre ellos se estableció, siendo su responsabilidad la de pagar en los términos convenidos los valores.

---

<sup>116</sup> Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia de 30 de Marzo de 2012. MP. Jaime Alberto Arrubla Paucar.

<sup>117</sup> FLOREZ Villegas Andrés. La jurisprudencia y los deberes de las comisionistas de bolsa. *Ámbito Jurídico*. 4 de octubre de 2012.

En caso de no cumplir con esto, el underwriter podrá exigir el cumplimiento de la obligación con los respectivos perjuicios que en este caso serán los intereses moratorios durante el tiempo que dure el retraso en el pago de la obligación.

### **3. Incumplimiento de los deberes generales de conducta en el desarrollo del contrato:**

Ahora bien, se analizarán de forma detallada los deberes de conducta de las partes en el desarrollo del contrato y además se verá como su incumplimiento puede llevar a una posible indemnización. En especial se verán dichos deberes desde la óptica del underwriter en su calidad de profesional del mercado de valores.

Encontramos entonces que la principal característica de estos deberes secundarios de conducta, son *“no haber sido contemplados expresamente por las partes. Estas obligaciones especiales se derivan ipso facto del contrato de varias maneras, a título principal, como sea una exigencia de la buena fe contractual. (...) de suerte, el contrato incorpora automáticamente todos los elementos previstos por ella, por su naturaleza, poco importa que sean imperativas o supletivas (si en este último caso estas no han sido descartadas).”*<sup>118</sup>

En este sentido, las obligaciones o deberes secundarios de conducta, nacen del interés que tienen las partes para que el contrato se ejecute de acuerdo a sus intereses. Frente a los intermediarios del mercado de valores, por la neurálgica labor que desarrollan catalogada como de interés público, dichos deberes han sido regulados expresamente en el Decreto 2555 artículos 7.3.1.1.1 y siguientes. En el mismo sentido y de manera general para todos los contratos y sujetos, la doctrina ha identificado también deberes secundarios de conducta que deben cumplir todos los

---

<sup>118</sup> LE TORNEAU, Phillip. Ob. Cit. Pg. 142.

contratantes. Por lo tanto, para desarrollar el presente tema, en primer lugar se hará referencia a aquellos deberes que tienen una regulación expresa en el decreto y posteriormente analizaremos aquellos que a pesar de no tenerla, le son plenamente aplicables.

### **3.1 Deber de información:**

Al respecto, hará que decir que es un deber diferente al de información pre-contractual que ya explicamos en apartes anteriores, pues este ha de ser cumplido durante la ejecución del contrato, sin embargo, para los efectos, es aplicable también el numeral primero del artículo 7.3.1.1.2 en cuanto a las calidades de las que debe gozar la información (objetiva, oportuna, completa, clara e imparcial).

En este entendido se puede ver como dicho deber tiene dos manifestaciones: una positiva, que consiste en dar a la contraparte todos los datos y suministrar toda la información que posea debido a su especial conocimiento de cierto mercado, y una negativa entendida como la obligación de no inducir a error al otro contratante. En este sentido dice Solarte: *“se considera que quien tiene la información debe tomar la iniciativa para efectos de suministrarla a la otra parte de la relación e, incluso, debe indagar sus necesidades y su estado de conocimiento sobre el tema material sobre el respectivo contrato”*<sup>119</sup>. Al respecto, cabe resaltar que en el desarrollo de las obligaciones profesionales del underwriter, y la consagración expresa de este deber frente a su actividad, su cumplimiento ha de ser de la manera más estricta de acuerdo a su ‘lex artis’

Según lo anterior, encontramos que entre el emisor y el underwriter, deberá haber siempre un flujo adecuado de información, para lograr el desarrollo adecuado del underwriting. Además, es también necesario que el underwriter obligado a hacer la labor de mercadeo de la emisión,

---

<sup>119</sup> SOLARTE. Ob. Pg. 308

cumpla con los requerimiento legales de la publicidad de dicha información, los cuales se consagran claramente en los artículos 5.4.2.1.1 y 5.4.2.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

### **3.2 Deber de fidelidad:**

De especial relevancia en el contrato de underwriting, el deber de fidelidad se establece como el de privilegiar siempre los intereses de la persona por cuya cuenta se actúa, evitando a toda costa cualquier relación que se pueda manifestar como un conflicto de intereses<sup>120</sup>.

En este sentido, dicho deber, en el contrato que estamos analizando, se puede ver reflejado dentro de los deberes generales del intermediario de valores, como el deber de mejor ejecución establecido en el numeral 7 del artículo 7.3.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 que a su tenor literal reza.

*“Deber de mejor ejecución de las operaciones. Los intermediarios que realizan las operaciones previstas en el numeral 1 del artículo 7.1.1.1.2 del presente decreto, deberán adoptar políticas y procedimientos para la ejecución de sus operaciones. En esta ejecución se deberá propender por el mejor resultado posible para el cliente de conformidad con sus instrucciones. Las políticas deberán ser informadas previamente al cliente y corresponder al tipo de cliente, el volumen de las órdenes y demás elementos que el intermediario considere pertinentes. Siempre que se trate de ejecución de operaciones por cuenta de terceros se deberá anteponer el interés del cliente sobre el interés del intermediario.”*

### **3.3 Deber de reserva**

Como se explicó brevemente en cuanto se analizó la responsabilidad pre-contractual por el incumplimiento del deber de reserva, el cuidado frente al cumplimiento que los intermediarios han de tener a lo largo de la ejecución del underwriting, si se encuentra tipificado en la normativa del mercado de valores, en este sentido dice *“Deber de reserva. Salvo las excepciones expresas*

---

<sup>120</sup> En este sentido Cfr. SOLARTE, Ob. Cit. Pg. 310 y LE TORNEAU Ob. Cit. Pg. 161



*de las normas vigentes, los intermediarios de valores, así como sus administradores, funcionarios y cualquier persona a ellos vinculada, estarán obligados a guardar reserva de las operaciones sobre valores ejecutadas en desarrollo de la relación contractual y sus resultados; así como, cualquier información que, de acuerdo con las normas que rigen el mercado de valores, tenga carácter confidencial.*

*En desarrollo de lo anterior, los intermediarios de valores deberán adoptar procedimientos y mecanismos para proteger la información confidencial de sus clientes, los cuales deberán ser incorporados en el código de buen gobierno”.*

De tal suerte, queda claro cómo, no solo la entidad como intermediaria del mercado de valores está sujeta al cumplimiento de este deber, sino también todas las personas que de esta dependan. Por lo tanto, sus administradores, funcionarios y cualquier persona vinculada a la entidad que haya tenido acceso a información sujeta a reserva, tiene la obligación de guardarla con el mayor celo. En este sentido dice Le Torneau: *“en ausencia inclusive de una cláusula específica, la contraparte debe, con todo, conservar el secreto sobre todas las informaciones y conocimientos que procuran ventaja competitiva, y a las cuales ha tenido acceso como consecuencia de las negociaciones”*<sup>121</sup>.

Cabe resaltar frente a este deber, que su incumplimiento puede dar lugar a sendas acciones de responsabilidad civil contractual frente al intermediario de valores por la causación o bien de un daño emergente, que se puede ver materializado en las erogaciones en que deba incurrir el emisor de valores para mitigar los efectos que la revelación de la información haya causado, o bien en un lucro cesante que se podría reflejar en las pérdidas de un beneficio cierto proveniente de una idea

---

<sup>121</sup> LE TORNEAU. Phillipe. Ob. Cit. Pg. 153

de aquellas que estaban sujetas a reserva y que fueron reveladas por el intermediario y por ese hecho o bien no fue posible su desarrollo o alguien más la llevó a cabo primero.

### **3.4 Deber de protección:**

Predicado como aquel deber que tienen las partes de cuidar a su contratante en su persona y patrimonio, de tal suerte que hoy en día se dice que este deber surge en cuanto la relación contractual *“pueda poner en riesgo o peligro bienes personales o patrimoniales de la otra parte en la relación”*<sup>122</sup>.

Para el caso del underwriting, encontramos que el deber de protección será para tanto el emisor como el underwriter, quienes deberán propender por evitar que el patrimonio de su contraparte se vea menoscabado de cualquier manera por el desarrollo de la colocación de los valores. En el caso específico del underwriter, se observa una estrecha relación entre este deber y el de mejor ejecución, el cual fue explicado anteriormente.

### **3.5 Deber de cooperación**

Contempla que las partes del contrato se deberán colaborar mutuamente con el fin de que el contrato pueda producir todos sus efectos. En este sentido, encontraríamos aspectos de la mayor relevancia dentro del contrato de underwriting, pues cada una de las partes tendrá obligaciones ‘previas’ que de no ejecutarse, será imposible el desarrollo del contrato de underwriting. Como por ejemplo, la obligación del emisor de inscribirse e inscribir la emisión en el Registro Nacional de Valores y Emisores, obligación que de no cumplirse, hace imposible la ejecución adecuada del underwriting.

---

<sup>122</sup> SOLARTE Rodríguez, Arturo Ob. Cit. Pg. 307

### **3.6 Responsabilidad de las partes por el incumplimiento de los deberes generales de conducta:**

Al respecto, ha sido discutido ampliamente del incumplimiento los deberes antes descritos, surge una responsabilidad contractual o bien extracontractual. En nuestro sentir, dichos deberes surgen estrictamente de la existencia de un vínculo contractual previo entre las partes, razón por la cual la responsabilidad contractual sería la que se ha de aplicar. En el mismo sentido se manifiesta el doctor Arturo Solarte al decir: “(...) *se debe tener en cuenta que la desatención de los “deberes Secundarios de Conducta” generará responsabilidad contractual cuando los mismos tengan relación directa con los principales deberes de prestación derivados del correspondiente negocio*”<sup>123</sup>.

Dejando claro lo anterior, la responsabilidad por el incumplimiento de los deberes secundarios de conducta, al regirse por los mandamientos de la responsabilidad contractual, al igual que en el incumplimiento general de cualquier contrato se le ha de dar aplicación a los artículos 1604 del Código Civil, con las precisiones que ya antes se han establecido frente a la profesionalidad del intermediario de valores y la calidad del inversionista.

## **4. Responsabilidad del Estado y las instituciones de inspección vigilancia y control**

A continuación, se hará referencia a la posibilidad de que la autoridad de supervisión financiera, en este caso la Superintendencia Financiera, y por tanto el Estado incurra en responsabilidad o bien por autorizar la emisión y colocación o bien por faltar a su deber de inspección, vigilancia y control sobre los emisores de valores o sobre los colocadores.

---

<sup>123</sup> SOLARTE Rodríguez. Arturo. Ob. Cit. Pg. 313

En cuanto a las autorizaciones impartidas para las emisiones y colocaciones de valores, encontramos norma especial que exculpa a la autoridad de cualquier clase de responsabilidad derivada de dichas autorizaciones, dice el Decreto: *“la inscripción en el Registro y la autorización de la oferta pública no implican calificación ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia sobre el precio, la bondad o negociabilidad del valor, o de la respectiva emisión, ni sobre la solvencia del emisor; (...)”*<sup>124</sup>.

En el mismo sentido, establece el mismo Decreto que la autoridad financiera tampoco será responsable por la veracidad de la información que el prospecto contenga, de tal suerte que los únicos responsables por dicha información serán quienes la provean<sup>125</sup>, de tal suerte, encontramos que la normativa expresa, deja sin piso para endilgar responsabilidad de la Superintendencia por la veracidad de la información o por lo buenos o malos que puedan resultar los valores emitidos.

Por otra parte, en cuanto a la responsabilidad de la entidad acá analizada por la falta de supervisión a las entidades emisoras de valores, nos encontramos un panorama diferente, ya que ha sido vehemente el Consejo de Estado al manifestar que al estar las entidades que captan ahorro del público, bajo la vigilancia de la Superintendencia Financiera, será responsabilidad de dicha entidad el prever y prevenir por los medios que la ley le otorga, que haya un menoscabo en dichas instituciones que pueda reflejarse en una pérdida para los ahorradores<sup>126</sup>. Es por lo tanto que la Superintendencia Financiera podrá ser responsable a título de falla del servicio por la falta de vigilancia sobre las entidades que están a su cargo, incluso los emisores de valores<sup>127</sup>.

---

<sup>124</sup> Decreto 2555 de 2010 Artículo 5.2.1.1.5 (c)

<sup>125</sup> Decreto 2555 de 2010- “Artículo 5.1.1.1.3. Parágrafo 1. La veracidad de la información que repose en el SIMEV, así como los efectos que se produzcan como consecuencia de su divulgación serán de exclusiva responsabilidad de quienes la suministren al sistema”

<sup>126</sup> CONSEJO DE ESTADO. Sección Tercera sentencia de 22 de julio de 2009. CP. Ramiro Saavedra Becerra.

<sup>127</sup> Cfr. FLOREZ Villegas Andrés. La liquidación de Interbolsa y la responsabilidad del Estado. *Ámbito Jurídico*. 26 de noviembre de 2012

## CAPITULO IV

### MANEJO DEL CONTRATO DE UNDERWRITING EN OTRAS LATITUDES

#### 1. Breve aproximación al manejo del contrato de underwriting en Estados Unidos.

Lo primero que hay que decir al respecto, es que Estados Unidos, tal vez junto con Inglaterra, tienen los mercados de valores más desarrollados, de tal suerte, resulta preciso referirnos a su regulación, principalmente en materia de underwriting y las reglas de responsabilidad que han establecido las cuales, no está de más decirlo, están más desarrolladas que las colombianas.

Ahora bien, el underwriting estadounidense como instrumento regulatorio de la relación privada que existe entre el emisor de valores y el underwriter, no dista mucho del que se maneja acá en Colombia. Esto, se da por la sencilla razón que dicho contrato, con todas sus implicaciones, fue de alguna manera importado al mercado de valores colombiano desde el mercado estadounidense. En este sentido, tenemos que el underwriting en norte américa, tiene similares modalidades a las explicadas a lo largo del presente documento y así mismo, unos efectos y obligaciones para las partes muy parecidas. Ahora bien, dista mucho el underwriting norteamericano del colombiano, en cuanto a la regulación específica que las autoridades correspondientes han expedido alrededor de este contrato, en especial, la Security and Exchange Commission (SEC)<sup>128</sup>.

A manera de introducción, el mercado de capitales norteamericano se enmarca en dos leyes, las cuales fueron expedidas con el fin de regular los mercados financieros luego de la gran depresión de 1929. Por un lado se encuentra el ‘Securities Act of 1933’ y por el otro el ‘Exchange Act of

---

128 Ente regulador y supervisor del mercado de valores de Estados Unidos

1934', el primero encargado de regular la emisión de valores y el segundo, de manera general su negociación, compra y venta<sup>129</sup>. En este orden de ideas, en este capítulo y para los fines del presente documento, nos basaremos exclusivamente en las reglas planteadas en el 'Act of 33', pues es ahí en donde se regula lo pertinente a los emisores, los underwriters, y las obligaciones que gobiernan sus relaciones.

Teniendo en cuenta lo anterior, se explicará brevemente el funcionamiento del underwriting bajo la normativa ya mencionada y los supuestos de responsabilidad de cada una de las partes.

En primer lugar, la sección segunda, define el underwriting a partir de la definición del sujeto que lo lleva a cabo, el underwriter, quien será: “quien compre del emisor, o quien ofrezca o venda valores de éste, o bien promueva el proyecto de colocación de valores en el mercado público”<sup>130</sup>. De tal suerte, se recalca lo nombrado anteriormente en cuanto a la similitud de la regulación colombiana y la norteamericana, ya que el Act of 33, comprende en mayor medida similares modalidades de underwriting a las desarrolladas a lo largo del presente trabajo. Se presenta el underwriting en firme (firm commitment contract) en cuanto se refiere a quien “compre valores del emisor”; el basado en mejores esfuerzos al establecer como underwriter a quien “promueva el proyecto de colocación”; y aquel nombrado por nosotros como mejor esfuerzo condicionado o como se conoce normalmente todo o nada, (all-or-none contract). Ahora bien, diferente es el caso del underwriting garantizado (Stand-by), pues de la lectura de esta sección, especialmente en el numeral 13, se deriva que el underwriter personalmente no podrá asegurar la totalidad o parte de la emisión, como si ocurre en Colombia, sino que tendrá que acudir a una aseguradora que lo

---

129 “The two main statutes involved in the Federal Securities laws are the The Securities Act of 1933 and the The Securities Exchange Act of 1934. Generally speaking, the '33 Act governs the issuance of securities by companies, and the '34 Act governs the trading, purchase and sale of those securities” ASTARITA. Mark J. Introduction to the securities laws. SEC Law. <http://www.seclaw.com/seclaw.htm?welcome>  
130 Estados Unidos. Securities Act 1933. Sec. 2. 11

haga<sup>131</sup>. No hay que dejar de lado que esta definición igualmente, amplía el concepto de underwriter casi a cualquier persona que se encuentre entre el emisor de valores y el inversionista, lo cual ha ampliado el espectro de responsabilidad de todas aquellas personas que participen de manera directa o indirecta en la colocación de una oferta pública, pues los considera directamente como underwriters.<sup>132</sup>

Por otra parte, encontramos dentro de la misma ley, la definición de emisor, entendida en estricto sentido como todo aquel que pretenda emitir o emita valores<sup>133</sup> y, al igual que la definición de underwriter, la de emisor también se amplía a todas las personas que directa o indirectamente ejerzan control sobre quien emita los valores.

En cuanto a los emisores propiamente dichos, se establece como requisito esencial, un registro obligatorio ante la Comisión de Valores, el cual deberá ir acompañado de una declaración de registro firmada a lo menos por el representante legal del emisor y por el CFO y la junta directiva de la entidad. Este registro, deberá contener, además de la información del emisor, la información que la SEC determine para cada caso<sup>134</sup>. El presente instrumento, se ha establecido como garantía a los inversionistas, logrando así un sistema público de información de todas las entidades que emitan valores<sup>135</sup>, al respecto, la SEC tendrá la potestad de solicitar que se complete la declaración, que se expliquen algunos puntos, solicitar exhibición de estudios contables y en fin , todas las labores pertinentes en aras de asegurar la transparencia y veracidad de la información,

---

131 “(13) The term “insurance company” means a company which is organized as an insurance company, whose primary and predominant business activity is the writing of insurance or the reinsuring of risks underwritten by insurance companies (...)” Estados Unidos. Securities Act 1933 Sec. 2

132 “Underwriter status is not dependent on a formal underwriting agreement or even compensation for serving as an underwriter. Any intermediary between the issuer and the investor that is an essential cog in the distribution process may be a statutory underwriter”. LEE Hazen, Thomas, Federal Securities Law. University of North Carolina at Chapel Hill School of Law. Second Edition. Federal Judicial Center. 2003. Pg. 44

133 Estados Unidos. Securities Act 1933. Sec 2(a)(4) “ Issuer: every person who issues or proposes to issue any security.”

134 Estados Unidos. Securities Act 1933. Sec. 6. 1

135 Ibídem Sec. 8

aun así, si a esa autoridad le parece que se está ocultando información, tendrá la potestad de rechazar el registro.

Por otra parte, toda emisión, al igual que en Colombia, deberá ir acompañada de un prospecto de emisión, el cual estará referido más que al emisor como tal, al valor que se pretende emitir, sus calidades y características, y la oferta pública que de este se haga. De una traducción estricta, se definiría el prospecto como la confirmación que de la oferta haga el emisor, más si aterrizamos esta definición legal, se establece el prospecto como la comunicación pública que de la oferta se hace<sup>136</sup>. Este concepto, si bien al leerlo de manera rápida pareciera diametralmente diferente del prospecto colombiano, no son conceptos ajenos, teniendo en cuenta que el prospecto en el marco regulatorio colombiano, es aquel documento informativo y público al que tienen acceso los inversionistas con el fin de valorar su inversión.

Hasta ahora, hemos visto las definiciones que la legislación foránea hace tanto del underwriter como del emisor, en ambos casos ampliándolas con el fin de expandir la responsabilidad propia de estos sujetos a todos aquellos que intervengan en el proceso de emisión y colocación de los valores. También se hizo referencia a las modalidades bajo las cuales se puede desarrollar el underwriting, dejando claro que la única diferencia con el régimen colombiano es que en Estados Unidos, un underwriter no puede contratar directamente bajo la modalidad de garantizado, pues para que esto sea posible, una aseguradora, deberá tomar el riesgo de no colocación de los valores y en ningún caso, este riesgo puede ser tomado por el underwriter directamente<sup>137</sup>.

Ahora bien, en cuanto a las responsabilidades de que pueden ser sujetos, todos los intervinientes en una operación de emisión y colocación, el Securities Act of 1933, establece tres: una penal, en

---

136 "Is any written or other permanent or widely disseminated offer to sell. For example, a telephone communication is not a prospectus, but a television or radio advertisement is." LEE Hazen. Ob. Cit. pg. 29

137 Cfr. LEE Hazen. Thomas. The Law of Securities Regulation. California. 1996. Tomo III.



casos de fraude y omisiones de información dolosas<sup>138</sup>, una administrativa, que está sujeta a sanciones de la SEC, cuando se produce un registro errado de los valores y éste no es corregido por parte de del emisor o el colocador, dentro del término que la comisión le otorgue, o una responsabilidad civil por daños, la cual a continuación se desarrolla.

Es de resaltar que las estipulaciones legislativas en materia de daños, que contiene el Securities Act of 1933 tienden a facilitar y disminuir las cargas probatorias para todos los afectados, evitando de tal manera las incansables discusiones doctrinales que nos ocupan en nuestras latitudes. En este sentido se establece: la responsabilidad por omisiones en las declaraciones del registro ante la SEC, la responsabilidad por falsedades u omisiones fácticas o jurídicas en la información de la oferta y la responsabilidad de los colocadores por declaraciones materialmente falsas u omisión de situaciones de hecho que cambien el panorama de la inversión.

En cuanto a la responsabilidad por omisiones en las declaraciones del registro ante la SEC, se establece responsabilidad del emisor y de todos quienes firmaron el registro, así como todas las personas que hayan consentido en ser nombradas en la declaración, por cualquier información falsa o errada que dicho registro contenga. Dicha responsabilidad, la podrá accionar la persona que haya adquirido el valor, salvo en el caso en que dicho inversionista, haya conocido o debido conocer de la falsedad<sup>139</sup>. Estableciendo también para esos efectos, algunos medios de exoneración tales como: en el caso del emisor: que dicha parte del registro que se acusa de falsa, se hizo efectiva sin su consentimiento, por parte de terceros nombrados en el registro: que en ningún momento dieron autorización para que dicho registro los nombrara o bien habiéndola dado, revocaron esa autorización previa publicación del mismo, que al momento en que se hicieron las declaraciones, éstas correspondían a la realidad, entre otras. Al respecto valga aclarar

---

138 Estados Unidos. Securities Act 1933. Sec. 17

139 Estados Unidos. Securities Act 1933. Sec. 11.a

que la sub sección c, establece como rasero para la culpa, el manejo prudente y diligente del buen hombre de negocios en sus propios asuntos. Esta acción tiene una prescripción de tres años<sup>140</sup>.

En cuanto a la responsabilidad por falsedades u omisiones fácticas o jurídicas en la información de la oferta y el prospecto, establecida en la Sección 12,<sup>141</sup> frente a la cual se dice que: quien ofrezca o venda valores en violación de la Sección 5 u ofrezca valores incluidos o no dentro de la Sección 3, usando cualquier medio de comunicación y que esté contenido dentro del prospecto, que incluya declaraciones falsas frente a hechos materiales o bien omita información necesaria, de la cual el inversionista con un mediano cuidado no se haya podido enterar. Deberá responder frente al inversionista, quien podrá demandar bien sea por el mayor valor que se le vendió el título o bien por cualquier daño que le haya podido causar. Dentro de la misma regla, se establece una atenuación del daño causado en cuanto el underwriter logre demostrar que parte del valor reclamado por el inversionista, surgió como consecuencia de depreciación normal del valor o riesgo de mercado, caso en el cual dicho valor le será descontable a la indemnización final<sup>142</sup>.

Por último, en cuanto a la responsabilidad de los colocadores por declaraciones materialmente falsas u omisión de situaciones de hecho que cambien el panorama de la inversión, le corresponderá al demandante probar exclusivamente que en la oferta o en la comunicación oral con el colocador, hubo omisiones o datos inexactos. La relevancia de dichas omisiones será presumida a favor del inversionista afectado<sup>143</sup>.

---

140 Estados Unidos. Securities Act 1933. Sec. 13

141 “Section 12 of the 1933 Act imposes liability in two contexts: when a person sells a security in violation of section 5 (failure to register or meet an exemption) and when a security is sold by means of a prospectus or oral communication that contains a material misstatement or omission” LEE Hazen Ob. Cit. Pg.65

142 Cfr. LEE Haze. Ob. Cit. Pg. 67

<sup>143</sup> “There is no requirement that the plaintiff prove reliance; it will be presumed” LEE Hazen. Ob. Cit. Pg. 69

## **2. Análisis de la decisión de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos en el caso 10-1261 Credit Suisse Securities (USA) LLC v. Simmonds (03/26/2012)**

Para contextualizar, el presente caso está basado en ciertos abusos cometidos en las ofertas públicas de valores (IPO's) de las compañías de internet a finales de la década de los noventas, abusos que terminaron llevando a la crisis del dot-com. Simmonds, demandante dentro del proceso alegó en su momento que quienes llevaron a cabo el underwriting al volver públicas las compañías de internet, incumplieron la sección 16 (b)<sup>144</sup> del Security Act, cuando por medio de manejos irregulares de información y acuerdos fraudulentos, los underwriters a través de contratos Lock-up, lograron beneficiarse de las emisiones subvaloradas.

La Corte Suprema de los Estados Unidos, si embargo de la profundidad jurídica que tendría el análisis de la responsabilidad de los underwriters, establece que las pretensiones de la demanda no son procedentes por cuanto fueron presentadas fuera del término de dos años contados a partir de que los underwriter obtuvieron los beneficios estableciendo en el mismo sentido que, en orden de suspender ese término de prescripción o bien de aplazar el momento desde el cual comience a contar, se debe probar que ha estado buscando hacer efectivos sus derechos de manera directa y que no le fue posible entablar la demanda con anterioridad o bien por el surgimiento de eventos extraordinarios que se lo impidieron.

De tal forma establece la Suprema Corte que no hay lugar a interrumpir el término o postergar su comienzo, cuando los hechos fraudulentos son o han debido ser descubiertos por un demandante

---

<sup>144</sup> “Sec. 16 (b) PROSECUTION OF PERSONS WHO AID AND ABET VIOLATIONS. — For purposes of any action brought by the Commission under subparagraph (b) or (d) of section 20, any person that knowingly or recklessly provides substantial assistance to another person in violation of a provision of this Act, or of any rule or regulation issued under this Act, shall be deemed to be in violation of such provision to the same extent as the person to whom such assistance is provided”.

más o menos diligente. Así mismo, se dice que con ésta doctrina se protege a los demandados de demandas abiertamente extemporáneas.

## **CAPITULO V.**

### **CONCLUSIÓN**

La primera conclusión que podemos sacar del presente estudio, es que, al final de cuentas la no regulación del contrato de underwriting dentro de nuestro mercado de capitales, no ha llevado a mayores problemas y malos entendimientos entre las partes contratantes, para esos efectos se puede ver como en nuestra jurisdicción tanto ordinaria como arbitral, son absolutamente exiguas las decisiones al respecto.

Tal vez por el pírrico tamaño del mercado accionario y de valores ajenos a los bonos de deuda pública, que conforman actualmente el 84% del mercado de valores colombiano<sup>145</sup>, no ha sido en sí mismo necesaria una regulación más amplia y específica respecto de este contrato. Sin embargo será claro que al momento de un eventual litigio al respecto, no quedaremos vagando en vacíos jurídicos, pues como ya se pudo ver a lo largo del documento, con las normas existentes y las diferentes costumbres al respecto, según sea el caso, se podrá tener más o menos claridad respecto de las normas que le son y las que no le son aplicables a este contrato. Sin embargo, esto dependerá de la interpretación que la justicia ordinaria o arbitral haga del mismo contrato en concreto.

Por otra parte, concluimos también que el underwriting no se puede comprender en estricto sentido como una forma de mandato o como una comisión especial pues ha quedado claro como sus elementos especiales hace que pueda tener disposiciones que además de serle ajenas a esas

---

<sup>145</sup> Superintendencia Financiera Colombiana. Informe estadístico del mercado de valores colombiano. 2012.

formas contractuales, incluso pueden ser contrarias. En este sentido, se aprecia como el underwriting hoy en día, tanto en Colombia como en otras latitudes, se viene estableciendo como una forma contractual especial que trae o que puede traer elementos especiales del mandato, la comisión, la prestación de servicios, la fiducia y el seguro entre otros. De tal suerte, siendo este un contrato atípico cuya regulación se ha de mirar en primer lugar al tenor de la teleología misma de la colocación de valores dentro en el mercado, también se hace necesario aplicarle de manera híbrida en cuanto sea pertinente, las regulaciones de los contratos antes mencionados, en especial, la normas referidas a la comisión y el mandato mercantil morigerándolas según el fin de la captación y aprovechamiento de recursos del público, la inversión y la necesidad de capital.

De la naturaleza antes explicada, se nos hace posible destacar los elementos especiales de para la existencia y la validez de ese contrato así como los aspectos esenciales y de la naturaleza del contrato, los que al momento de interpretar y resolver una eventual controversia van a ser de la mayor importancia.

Ahora bien, en cuanto a la responsabilidad civil de las personas que intervienen en el contrato, como se pudo observar, se presentan diferencias sustanciales dependiendo de la etapa del contrato en la que ésta se presente: en la etapa pre contractual, cuando tanto el underwriter como el emisor actúan como profesionales en cada una de sus áreas de conocimiento; en la etapa de ejecución del contrato propiamente dicha, en la cual el profesional en esencia, frente al emisor y frente al inversionista, será el underwriter, más su responsabilidad se podrá ver morigerada o agravada por las calidades mismas de los contratantes o bien por la modalidad de underwriting contratado. Así por ejemplo, frente al inversionista, la calidad que este pueda tener de cliente inversionista o inversionista profesional, o frente al emisor, su objeto social y su relación con el

sistema financiero. Al igual que la responsabilidad en la que puede incurrir el emisor de los valores por diferentes conductas ajenas a la buena fe contractual.

Afectando todas las etapas del iter contractus y de contera las responsabilidades antes resaltadas, encontramos la prevalente importancia de la información y su simetría, que puede causar daños catastróficos para el desarrollo del contrato en cuanto se presente cualquier omisión, inexactitud o falsedad propiamente dicha. Estos daños, podrán ser así mismo relevantes o bien frente a los contratantes en especial, o bien causar un daño sistémico para todo el mercado financiero, como bien lo pudimos observar en el caso de Credit Swiss V. Simmonds, en donde la colocación terminó desencadenando en una crisis relativamente grande como lo fue el dot com (punto com), por la errada valoración y colocación abusiva con manejo irregular de la información de acciones de las empresas de internet.

Por último, vale decir que en el estado actual del mercado colombiano, desde nuestro punto de vista, no se hace necesaria regulación adicional frente al contrato de underwriting, ya que ésta, si bien puede brindar mayor seguridad de manera marginal al mercado, se terminaría reflejando como un desincentivo a las empresas para acudir al mercado desintermediado, bien por los mayores costos o bien por el mayor riesgo legal que acudir a dichos mercados representaría. Por lo tanto, para un mercado de deuda privada del tamaño del colombiano, si bien puede ser útil, no resulta económicamente deseable por sus incidencias, a modo de incentivos perversos, tanto a inversionistas como a emisores para acudir al mercado de valores.

## **BIBLIOGRAFÍA:**

- ARRUBLA Paucar, Jaime Alberto. De los Contratos mercantiles Contratos atípicos. Editorial Legis. Bogotá. 2004
- AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Doctrina de la autorregulación del mercado de valores 2001-2006. AMV. Bogotá. 2007.
- AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Concepto 012 de 31 de mayo de 2011. Dirección de asuntos legales y disciplinarios.
- AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Guía de preguntas frecuentes del mercado de valores. Bogotá. 2010.
- BARRERA Tapias, Carlos Darío. Las obligaciones en el derecho moderno. Libro I. Colección Profesores N° 18. JAVEGRAF. Bogotá. 1995.
- BETTI, Emilio. Teoría General del Negocio Jurídico, Segunda Edición. Editorial Revista de Derecho Privado. Madrid. 1943.
- BHAT, Sudhindra. Security Analysis and portfolio management. Excel Books. Nueva Deli. 2008
- Bolsa de Valores de Colombia  
<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Operaciones+Especiales?action=dummy>.
- Bolsa de Valores de Colombia. Guía de emisores. Stock Issuers guide.
- Bolsa de Valores de Colombia. Guía Colombiana del Mercado de Valores. 2008



- BONIVENTO Fernández, José Alejandro. Principales contratos civiles y su paralelo con los comerciales. Decima Séptima Edición. Librería ediciones del profesional. Bogotá. 2008.
- BONIVENTO Jiménez, José Armando. Contratos Mercantiles de Intermediación. Primera Edición. Librería Ediciones del Profesional. Bogotá. 1996.
- CHACÓN Blanco, José Enrique. Contratos de dirección, colocación aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de ventas de valores. DYLKINSON. Madrid 1996.
- COMISIÓN NACIONAL DE VALORES DE COLOMBIA. Resolución 193 de 1981.
- Consejo de Estado de Colombia. Sección Cuarta. Sentencia de 16 de febrero de 1996. Exp.5295.
- Consejo de Estado de Colombia. Sección Tercera sentencia de 22 de julio de 2009. CP. Ramiro Saavedra Becerra.
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, Sentencia de 31 de mayo de 1938.
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia de 25 de junio de 1989 Mp. Rafael Romero Sierra.
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia de 23 de noviembre de 1989. Mp Alejandro Bonivento Fernández
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia de 13 de diciembre de 2002.
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia de 16 de mayo de 2011. Mp William Namén Vargas
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, Sentencia de 5 de julio de 2011. MP Ruth Marina Díaz Rueda.

- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, Sentencia de 30 de marzo de 2012.  
MP Jaime Alberto Arrubla Paucar.
- Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. Sentencia de 18 de diciembre de 2012.  
MP. Ariel Salazar
- FABROZZI Series, Frenk. Finance, Capital Markets, Financial Managment and Inverstment Managment. Estados Unidos. 2012
- FLOREZ Villegas Andrés. La liquidación de Interbolsa y la responsabilidad del Estado.  
Ámbito Jurídico. 26 de noviembre de 2012
- FLOREZ Villegas Andrés. La jurisprudencia y los deberes de las comisionistas de bolsa.  
Ámbito Jurídico. 4 de octubre de 2012.
- FLOREZ Villegas, Andrés. Aspectos relevantes del régimen de emisión de valores.  
Seminario de Actualización para Profesionales del Mercado de Valores. 2008.
- FLOREZ Villegas, Andrés. Aspectos relevantes del régimen de emisión de valores.  
Seminario de Actualización para Profesionales del Mercado de Valores. 2008.
- GRILL, David. The importance of a policy framework for the development of an underwriting industry. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984.
- GARRIGUES, Joaquín. Curso de derecho mercantil Tomo IV. Editorial TEMIS, Bogotá 1987.
- KRAMER LEVIN. Securities Litigation Alert. Supreme Court rejects rule that statute of limitations in short swing profit actions remains tolled until the filing of forms 4. 2012.  
([http://www.kramerlevin.com/files/Publication/723ccd47-ac6e-4f5e-b226-f434b32b3558/Presentation/PublicationAttachment/e43091a4-750b-4183-a3b7-111807b5b02e/Securities%20and%20Shareholder%20Litigation%20Client%20Alert\\_April%2010%202012\\_Supreme%20Court%20Rul.pdf](http://www.kramerlevin.com/files/Publication/723ccd47-ac6e-4f5e-b226-f434b32b3558/Presentation/PublicationAttachment/e43091a4-750b-4183-a3b7-111807b5b02e/Securities%20and%20Shareholder%20Litigation%20Client%20Alert_April%2010%202012_Supreme%20Court%20Rul.pdf))

- LEAL Pérez, Hildebrando. Contratos Bancarios. Ediciones Librería del Profesional. Bogotá 1990.
- LEE Hazen, Thomas. Federal Securities Law. University of North Carolina at Chapel Hill School of Law. Second Edition. Federal Judicial Center. 2003 (<https://public.resource.org/scribd/8763780.pdf>)
- LEE Hazen, Thomas. The Law of Securities Regulation. West Pub. California. 1996
- LEXIS NEXIS. Litigation Resource Community. U.S. Supreme Court Rules Section 16(b) Claim Tolling Not Proper Under Whittaker Rule. 2012. (<http://www.lexisnexis.com/community/litigationresourcecenter/blogs/litigationblog/archive/2012/03/26/section-16-b-claim-tolling-not-proper-under-whittaker-rule-high-court-rules.aspx>)
- LE CLAIR, Robert. Investment banking and the use of non-cash underwriting compensation. University of Illinois. College of Commerce and Business Administration. Faculty working papers. 1973
- LE TORNEAU, Phillipe. La responsabilidad civil profesional. Editorial Legis. 2006. Traducido al español por Javier Tamayo Jaramillo.
- LLOBERT Aguado, Josep. El deber de información en la formación de los contratos. Ediciones jurídicas y sociales. Madrid 1996
- LÓPEZ, Joaquín. ROJO, Javier. Los mercados de valores organización y funcionamiento. EDICIONES PIRÁMIDE. Madrid 2004.
- LOPEZ Cabana, Roberto. Contratos especiales del siglo XXI. Abeledo – Perrot. Buenos Aires. 2007.
- LOPEZ Roca, Luis Fernando. El Concepto de Valor. Cinco años de la ley 964: ¿se están cumpliendo sus objetivos? Universidad El Externado de Colombia. Bogotá 2011.

- LORENZETTI, Ricardo. Responsabilidad Civil- Doctrinas Esenciales. Depalma. Tomo I. Buenos Aires. 1999.
- MARTINEZ Neira, Néstor Humberto. Cátedra de Derecho Bancario Colombiano. Segunda Edición LEGIS. Bogotá. 2006.
- MEOLI, Michele, MIGLIORATI, Katrina, PALEARI, Stefano, VISMARA, Silvio. The cost of going public: a European Perspective. En International Journal of Economics and Management Engineering. University of Bergamo. 2012
- MEOÑO Briansó, Mario. Operaciones Bursátiles. Editorial Universidad Estatal a Distancia. San José de Costa Rica 2006
- OSPINA Fernández, Guillermo y OSPINA Acosta, Eduardo. Teoría general del contrato y de negocio jurídico”. Séptima Edición. TEMIS. Bogotá. 2005. Pg. 152.
- PEÑA Nossa, Lissandro. De los contratos mercantiles nacionales e internacionales. ECOE. Sexta edición. Bogotá 2006.
- QUESNAY Causol, Johan M. El contrato de underwriting. <http://jquesnay.wordpress.com/el-contrato-de-underwriting/>.
- REMOLINA Angarita Nelson, PEÑA Nosa, Lissandro. De los títulos valores y de los valores en el contexto digital. Editorial Temis. Bogotá 2011.
- SALAZAR Lujan. William. Apuntes para una teoría general de la responsabilidad profesional. Memorias del XXIV encuentro Nacional de Acoldece. Bogotá. 2005
- SOLARTE Rodríguez, Arturo. La buena fe en contractual y los deberes secundarios de conducta. Revista Vniversitas jurídica. Volumen. 108. Bogotá.2004.
- SPOTA, Alberto. Instituciones de derecho civil contratos. Depalma. Tomo I. Buenos Aires. 1981.

- SUESCUN Melo, Jorge. Derecho Privado Estudios de derecho civil y comercial contemporáneo. Tomo I. LEGIS. Bogotá 2005.
- Superintendencia Financiera de Colombia Concepto 2007002466-001 del 1 de febrero de 2007.
- Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2013050868-003 de 17 de julio de 2013
- Superintendencia Financiera de Colombia. Instructivo para la realización de oferta pública de acciones, bonos y papeles comerciales. Bogotá. 2011.
- TAPIA Hermida, Alberto J. Derecho del Mercado de valores. J.M. Bosch editor. Barcelona. 2000.
- TORRADO, Heli Abel. Mercado de valores colombiano: Legislación vigente. Conferencia Seminario Underwriting de valores. Bogotá 1984.
- TRIGO, Félix A. LOPEZ Mesa, Marcelo. Tratado de la responsabilidad civil. Tomo VI. La Ley. Segunda edición. Buenos Aires. 2011.