

EL CONTRATO DE *UNDERWRITING*

CAMILO GUERRERO DELGADO

UNIVERSIDAD DE LA SABANA

FACULTAD DE DERECHO

CHÍA, CUNDINAMARCA

2000

EL CONTRATO DE *UNDERWRITING*

CAMILO GUERRERO DELGADO

Monografía para optar al título de
Abogado

Director

DR. EDUARDO DEVIS MORALES

Abogado

UNIVERSIDAD DE LA SABANA

FACULTAD DE DERECHO

CHÍA, CUNDINAMARCA

2000

INDICE

	pág.
INTRODUCCIÓN	
1. FUNCIÓN FINANCIERA DEL <i>UNDERWRITING</i>	6
2. CONCEPTO DE <i>UNDERWRITING</i>	9
3. NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE <i>UNDERWRITING</i>	13
4. OBJETO DEL CONTRATO DEL <i>UNDERWRITING</i>	17
4.1 LOS BONOS	18
4.1.1 Entidades emisoras y autorizaciones estatales	18
4.1.2 De la emisión	21
4.2 BONOS CONVERTIBLES EN ACCIONES	24
5. MODALIDADES DEL <i>UNDERWRITING</i>	25
5.1 <i>UNDERWRITING</i> EN FIRME O <i>FIRM COMMITMENT</i>	25
5.2 <i>UNDERWRITING</i> EN GARANTÍA DE SUSCRIPCIÓN O <i>STAND BY COMMITMENT</i>	27
5.3 <i>UNDERWRITING</i> AL MEJOR ESFUERZO O <i>BEST EFFORT COMMITMENT</i>	30
5.4 <i>UNDERWRITING</i> TODO O NADA O <i>ALL OR NONE COMMITMENT</i>	32
6. PARTES INTERVINIENTES	34
6.1 LA ENTIDAD ENCARGANTE	34
6.1.1 La Sociedad anónima	35

6.1.2	La Sociedad en comandita por acciones	38
6.1.3	Otras entidades emisoras de valores	39
6.2	<i>EL UNDERWRITING</i>	40
6.2.1	Las corporaciones financieras	40
6.2.2	Los comisionistas de bolsa	41
6.2.3	La sindicación	42
6.2.4	Los suscriptores	43
6.2.4.1	Las corporaciones financieras	44
6.2.4.2	Las compañías de seguros generales, de vida y reaseguros	45
6.2.4.3	Las sociedades de capitalización	45
6.2.4.4	Los fondos mutuos de inversión	45
6.2.4.4.1	Los Bancos	46
6.2.4.4.2	La comisión del intermediario	46
7.	OBLIGACIONES DE LAS PARTES Y SU RESPONSABILIDAD	50
7.1	OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD ENCARGANTE	50
7.2	OBLIGACIONES DEL <i>UNDERWRITER</i>	51
7.3	RESPONSABILIDAD DE LA ENCARGANTE	52
7.4	RESPONSABILIDAD DEL <i>UNDERWRITER</i>	52
8.	PROCEDIMIENTO DE UN <i>UNDERWRITER</i>	54
8.1	COMIENZO	57
8.2	EVALUACIÓN	59
8.3	SINDICACIÓN	60
8.4	REGULACIÓN	63
8.5	PRECIO	65

8.6 DISTRIBUCIÓN	68
8.7 CIERRE	69
9. EXPERIENCIA EN OTROS PAÍSES	71
9.1 EXPERIENCIA DE BRASIL	72
9.2 EXPERIENCIA DE MÉXICO	74
BIBLIOGRAFÍA	78
BIBLIOGRAFÍA DOCTRINA NACIONAL	78
BIBLIOGRAFÍA DOCTRINA EXTRANJERA	79

INTRODUCCIÓN

El *underwriting* es un instrumento financiero, por el cual se puede lograr una paulatina canalización de recursos hacia las actividades productivas.¹ Pero para que ello sea posible, depende de que exista un adecuado mercado de capitales.

Puede decirse, igualmente, que el *underwriting* es una operación financiera que facilita el acceso de las empresas al mercado de capitales, con el fin de obtener los recursos necesarios para su desarrollo.

En principio, la empresa que requiera capital, puede recurrir en primer término a sus propios recursos, es decir, a la "autofinanciación", así como a nuevos aportes de sus socios o accionistas ya existentes, e inclusive a préstamos del sistema financiero.

Pero, a medida que aumente el crecimiento de la empresa, serán también mayores sus necesidades de financiamiento y las alternativas tradicionales, anteriormente dichas, suelen no ser suficientes para llenar las nuevas exigencias que trae consigo el desarrollo empresarial.

¹ **Boneo**, Eduardo J. Y **Barreira Delfino**, Eduardo A. *Contratos bancarios modernos*. Abeledo Perrot. Buenos Aires. 1984, Pág.215.

Es allí donde surge el *underwriting* como una operación financiera, dentro del mercado de capitales, que facilita a las empresas el acceso al mercado de capitales, que es en donde pueden obtener los recursos necesarios para su crecimiento.

El *underwriting* propende la canalización de recursos hacia actividades productivas, tal objeto se podrá intentar únicamente ante la existencia necesaria de un mercado de capitales que tenga un grado satisfactorio de desarrollo².

Es por lo anteriormente dicho que el "mercado de capitales" se presenta casi como la única vía posible de obtención de los fondos requeridos.

Pero, entonces se debe responder una pregunta: ¿Qué es el mercado de capitales? Dentro del universo llamado "mercado financiero" se ubican los denominados "mercado de dinero" y "mercado de capitales".

El mercado de dineros es aquel al cual fluyen las disponibilidades transitorias en poder de la comunidad, las que se canalizan por instituciones específicas que actúan en dicho mercado, fundamentalmente los bancos comerciales. Y el destino habitual de los recursos captados en este mercado es el financiamiento del capital de giro de las empresas, y las necesidades de consumo de la comunidad, todo lo cual se canaliza por medio de operaciones de corto plazo.

² **Barreira Delfino**, Eduardo, *El contrato de underwriting*, "La información". Marzo de 1989, LIX. No.71, Pág.572.

El mercado de capitales, al contrario, es aquel al cual confluyen los ahorros del público, entendiéndose por "ahorros" al conjunto de excedentes que surgen de la diferencia entre los ingresos de la comunidad y sus necesidades de consumo. También entraría dentro del concepto de "ahorro" todo ingreso que se destine a un consumo diferido en el tiempo³.

Un sector muy importante del mercado de capitales lo constituye el mercado de valores, en el cual la Intermediación entre la oferta y la demanda de recursos se opera mediante el tráfico de títulos valores.

Técnicamente hablando, el mercado de valores está conformado por las bolsas de comercio y los mercados de valores, los fondos de inversión y los inversores institucionales especializados en valores públicos y privados.

En la práctica, es difícil diferenciar entre los dos mercados. Sin embargo, si se observa con detenimiento el mercado de capitales, encontramos que, éste opera con instrumentos específicos, diferentes a los clásicos utilizados por las entidades financieras que actúan en el mercado del dinero.

³ **Martorell**, Ernesto Eduardo. Tratado de los contratos de empresa. Depalma, Buenos Aires. 1989. Pág.502.

No obstante, que los instrumentos difieren según los mercados en que actúen las entidades, la tendencia moderna no es la de especializar entidades, sino, acudir al esquema de la "banca múltiple" o "banca integrada"⁴.

El mercado de valores a su vez se divide en dos sectores, cada uno con sus propias notas características, a saber: El "mercado primario" y el "mercado secundario", el primero tiene por objeto principal la captación de recursos por parte de las empresas a los fines de su capitalización, correspondiendo a él las transacciones sobre títulos valores recién emitidos. El "mercado secundario": se transfieren en él los activos ya existentes, o sea se realizan las operaciones sobre títulos ya en circulación.

La negociación de los títulos valores, adquiere importancia cuando se realiza a través de los mercados de valores institucionalizados. Estos son las entidades sujetas a un régimen legal específico, con las características que la evolución histórica y los usos y costumbres bursátiles les han otorgado⁵.

La negociación de valores por conducto de mercados institucionalizados ofrece condiciones de seguridad y garantía, que no otorgan las negociaciones extrabursátiles. Además, los mercados de valores concentran la oferta y la demanda, con la intervención de profesionales, dando con ello liquidez al

⁴ **Arrubla Paucar**, Jaime Alberto. *Contratos mercantiles*. Biblioteca jurídica DIKE. 3ra edición. Pág. 187

⁵ **Boneo y Barreira**. Ob. Cit. Pág.223.

mercado. También, los mercados institucionales dan valor corriente a través de la cotización, a los bienes que en ellos negocian.

En Colombia como en toda América Latina, el mercado de valores no ha alcanzado un desarrollo significativo. Entre otras causas están las deficiencias e imperfecciones de nuestro mercado de capitales; que era un sistema tributario que tradicionalmente había discriminado contra la capitalización, la violenta concentración accionaria que se dio en nuestra sociedad anónima en los últimos años, que también condujo a la conformación de grupos financieros que apresuraron el proceso de concentración utilizando el ahorro captado del público para adquirir y acabar de cerrar empresas; el raquitismo de los inversionistas institucionales que se vive actualmente; el auge de los intermediarios financieros en la última década⁶.

⁶ **Restrepo**, Juan Camilo. *Significado del seminario sobre underwriting de valores*. Conferencia dictada en la Bolsa de Valores de Bogotá, 1984.

1. FUNCIÓN FINANCIERA DEL *UNDERWRITING*

Por el costo de la financiación a través del sector financiero colombiano, las empresas del sector real de la economía, están empezando a experimentar con otro tipo de financiación: la captación directa de dineros provenientes del ahorro privado, a través de la colocación en el mercado de diversos papales, tales como los bonos y las acciones.

El contrato de *underwriting* es un mecanismo que viene siendo utilizado, precisamente para la colocación de títulos valores en el público, como medio para reducir riesgos y disminuir costos.

El *underwriting* aparece como un instrumento idóneo, al que puede recurrir una sociedad anónima para la negociación de sus acciones y otros títulos valores emitidos, en el mercado bursátil institucionalizado.

De este modo la sociedad puede lograr que emisiones de capital no suscritas por sus accionistas originarios, puedan ser adquiridas por terceras personas. No obstante, que la sociedad emisora se encuentre registrada en un mercado de valores, no siempre resulta factible lograr una rápida absorción de sus valores por los inversionistas que llegan al mercado bursátil. En estos casos el *underwriting*

permite a los emisores que sus emisiones, ya sea en todo o en parte, puedan ser suscritas inmediatamente por el *underwriting*, con miras a su posterior colocación⁷.

Es decir, bajo el punto de vista del mercado de capitales, en general, y del mercado de valores, en particular, el mecanismo de *underwriting* cumple primordialmente la función de transformación de plazos de consolidación, requisito indispensable para la formación de un verdadero y eficiente mercado de capitales, o sea, de recursos a largo plazo. Por consiguiente, el mecanismo de *underwriting* puede considerarse como un sistema de financiación interina o puente financiero entre el mercado monetario y el de capitales.

Así, por ejemplo, en algunos países los consorcios bancarios otorgan muchas veces financiación a las sociedades anónimas, con el compromiso de éstas, cuando la situación del mercado de valores sea favorable, rediman el préstamo bancario con una emisión de acciones, de bonos o de bonos convertibles⁸.

Es claro que para lograr una expansión y desarrollo de su tecnología, toda empresa necesita una solvente asistencia financiera. Estos recursos financieros necesarios para ella pueden ser obtenidos acudiendo al mercado de capitales o al mercado de dinero y dentro de aquel, más específicamente, al mercado de valores.

⁷ **Arrubla Paucar**, Jaime Alberto, Ob. Cit. Pág.190.

⁸ **Restrepo**, Juan Camilo. Ob. Cit. Pág.3.

Los nuevos recursos pueden obtenerlos a través del crédito o de aportes de capital. En ambos casos la empresa puede ver facilitada la obtención de recursos financieros mediante la utilización del *underwriting*.

Para alcanzar el desarrollo, países como Colombia, tienen la urgencia de enriquecer cuantitativa y cualitativamente el mercado de capitales, a fin que las empresas puedan obtener allí recursos estables y de largo plazo que les permitan reducir los altísimos niveles de endeudamiento a corto plazo que residan actualmente⁹. El *underwriting* es un instrumento fundamental para brindar una recuperación de ese mercado.

⁹ Restrepo. Juan Camilo. Ob. Cit.

2. CONCEPTO DE *UNDERWRITING*

No existe en el idioma español un término que traduzca adecuadamente el significado del *underwriting* el cual, en su significación más amplia se refiere a la compra de una emisión de títulos valores a un precio fijo garantizado con el propósito de vender esta emisión entre el público¹⁰.

En la doctrina se encuentran algunas definiciones restringidas del contrato; entre las cuales tenemos la dada por el doctor Rodrigo Marín Bernal: "El *underwriting*, o colocación segura de valores, es, precisamente, un mecanismo puente entre el mercado monetario y el mercado de capitales, que permite sustituir compromisos de corto plazo por capital de riesgo de largo plazo"¹¹.

Algunos autores definen este contrato atendiendo solamente a su modalidad en firme: "En su definición más estricta, el *underwriting* puede ser interpretado como la compra de una emisión de títulos valores a un precio fijo y garantizado, con el propósito de vender esta emisión entre el público"¹².

¹⁰ **Comisión Nacional de Valores**, Boletín No.4 de 1986. Pág.67.

¹¹ **Marín Bernal**, Rodrigo, *Seminario sobre underwriting de valores*, Bogotá abril 4 de 1984.

¹² **Tredway**, Peter. Citado por **Peschacón Velasco**, Camilo y **Pérez de Brigard**, Hernán. Seminario de underwriting de valores: "*Bases de un mecanismo de underwriting*". Bogotá abril de 1984.

"Se trata de un procedimiento que bajo diversas modalidades permite que una entidad que actúa en el mercado de capitales anticipe a un emisor de títulos valores el producido de su futura colocación entre el público"¹³.

Otras definiciones son comprensivas de las distintas modalidades con que se aplica la operación. El Instituto Brasileiro De Mercado de Capitales¹⁴ tiene el siguiente concepto:

"Una operación de *underwriting* es aquella en la cual la institución financiera colocadora (*underwriting*) adquiere las acciones o bonos para venderlos posteriormente al público asumiendo el riesgo del mercado. Sin embargo, el término se usa también para designar otro tipo de lanzamientos en los cuales la institución financiera actúa como vendedor o distribuidor de valores, recayendo los riesgos del mercado en la empresa emisora".

Para el doctos Andrés Varela Algarra, "el contrato de *underwriting* es aquel que realiza una institución financiera o intermediaria bursátil quien se encarga de adquirir, o distribuir los valores emitidos, de acuerdo a la modalidad de *underwriting* que se adopte, para luego colocarlos dentro del mercado, asumiendo según el caso, el riesgo que surge de su cdocación"¹⁵.

¹³ **Boneo y Barreira.** Ob. Cit. Pág.227.

¹⁴ Citado por **Perschacón Velasco,** Camilo y **Pérez de Brigard,** Hernán. Ob. Cit.

¹⁵ **Varela Algarra,** Andrés. "*Generalidades del contrato de underwriting*". Boletín Jurídico Financiero, Asociación Bancaria de Colombia. Febrero 28 de 1990. Pág.241.

Aunque la moderna técnica legislativa aconseja no definir los conceptos, labor que deben ejercer los tratadistas de Derecho, nuestra Ley sin emplear el extranjerismo "*underwriting*", se aproxima a un concepto de dicho contrato al expresar (Numeral 3º del artículo 5º del Decreto 2461 de 1980, orgánico de las Corporaciones Financieras): "...cuando dentro de las actividades que estas desarrollan, expresa que podrán colocar mediante comisión, acciones y bonos emitidos por empresas manufactureras, agropecuarias o mineras, pudiendo garantizar la colocación del total o de una parte de la emisión. También podrán tomar la totalidad o una parte de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo".

Por otra parte, la Comisión Nacional de Valores (Resolución 193 de 1981 dirigida a las sociedades comisionistas de bolsa, artículo 2º) dice que 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 los 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 así suscritos o adquiridos en las condiciones del precio y plazo que se hubieran establecido en el contrato respectivo. También expresa (Artículo 3º *Ibidem*) que constituye operación por cuenta propia en el mercado primario de valores, la adquisición temporal del remanente de una emisión en desarrollo del acuerdo celebrado por el comisionista para colocar una emisión bajo la modalidad garantizada, que es aquella en que el comisionista asegura al emisor de los

títulos, su colocación dentro de un plazo determinado con la obligación de adquirir el remanente no colocado de dicho plazo.

Proponemos, siguiendo el concepto del doctor Jaime Arrubla Paucar¹⁶, la siguiente definición: "El contrato de *underwriting* es aquel celebrado entre una entidad financiera con una sociedad comercial, por medio del cual la primera se obliga a prefinanciar, 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 prefinanciamiento, sino que, por su mejor esfuerzo para lograr colocar los valores".

Advirtiendo en la anterior definición la especie típica de la operación, sin embargo, puede suceder que la operación en especiales circunstancias, se realice sobre valores que se encuentren en el mercado secundario.

¹⁶ **Arrubla Paucar**, Jaime Alberto. Ob. Cit. Pág.191.

3. NATURALEZA JURÍDICA

En contrato de *underwriting* es un contrato atípico e innominado, que no tiene una individualidad acusada en la ley colombiana¹⁷.

Sin embargo, este punto lleva a pensar en la necesidad de un tratamiento autónomo para esta operación o por el contrario esta se debe regular por las figuras contractuales tradicionales.

Algunos describen el contrato como de *naturaleza mixta* por tener características y elementos propios de otros contratos¹⁸:

- 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*.
- De igual manera, el contrato de *mandato*, en el sentido de encargarle a una persona que celebre un negocio jurídico.
- Se asemeja con la comisión en tanto este 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.

¹⁷ **Arrubla Paucar**, Jaime Alberto. Ob. Cit. Pág.194.

¹⁸ **Torrado**, Heli Abel. *Mercado de valores colombiano: legislación vigente e instituciones*. Seminario sobre *underwriting* de valores. Bogotá 1984. Pág.15.

- Por último, se compara el *underwriting* con el contrato de corretaje cuando el intermediario financiero, en operación de *underwriting*, propicia la colocación de acciones y bonos, sin garantizar la colocación (no puede invocarse esta teoría cuando el intermediario toma la totalidad o parte de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo).

En nuestra opinión, nos inclinamos de entrada por la atipicidad del contrato, que a pesar de gozar de similitudes con otros contratos, su función económica tan propia y la finalidad perseguida con la figura para actuar en un mercado tan especializado, indican la conveniencia de darle el tratamiento independiente de otras figuras que se le parecen pero que no desempeñan el mismo papel en el comercio.

La operación de *underwriting* no se agota ni se circunscribe al prefinanciamiento, sino que involucra una serie de asesoramientos, estudios y consejos por parte del *underwriter*, como conjunto de obligaciones de hacer que convergen, de modo independiente, hacia un mismo objetivo de resultado, consistente en arribar al buen éxito del negocio celebrado¹⁹.

Así, aunque en principio el *underwriting* en firme no se difiere del contrato de suscripción, pues el *underwriter* se obliga a pagar por el monto suscrito, adquiriendo los derechos propios del accionista, sin embargo, ya obliga a todo un conjunto de servicios.

¹⁹ **Boneo y Barreira.** Ob. Cit. Pág.232.

Por ello se dice que el *underwriting* es una operación compleja que comprende además, otros servicios de asesoramiento (estudios sobre la expansión de la empresa, *marketing*, factibilidad de la emisión u de su colocación de acciones o bonos, etc.)²⁰.

En algunas modalidades del *underwriting* en las cuales no asume el profesional en el mercado de valores ningún riesgo sobre la colocación de la emisión, encontramos que tal situación tendría cabida en la regulación que se le da a la comisión de bolsa²¹.

En la gran mayoría de los países, por ser el *underwriting* una práctica de utilización reciente, esta figura no tiene como el contrato, una reglamentación expresa. Por ejemplo en Argentina, autores como Carlos Gilberto Villegas²², Ernesto Eduardo Martorell²³ y Mario A. Bonfanti²⁴, también predicen la atipicidad del contrato.

En cuanto a las demás características señalaremos que se trata de un contrato:

- Principal: nacimiento no presupone la existencia de contrato previo.

²⁰ **Villegas**, Carlos gilberto. *Compendio jurídico, técnico y práctico de la actividad bancaria*. Depalma, Buenos Aires. 1986. Pág.690.

²¹ **Arrubla**, Jaime Alberto. *Contratos mercantiles*. Medellín. DIKE. 1987 Pág.422.

²² **Villegas**, Carlos Gilberto. Ob. Cit. Pág. 688.

²³ **Martorell**, Carlos Eduardo. Ob. Cit. Pág.507.

²⁴ **Bonfanti**, Mario A. *Contratos bancarios*. Abeledo Perrot. Buenos Aires 1989. Pág.391.

- Consensual: Se perfecciona con el mero consentimiento de las partes, concluyéndose en el mismo acto de arribarse al acuerdo de voluntades entre el *underwriter* y el hasta entonces potencial cliente.
- Oneroso: Por configurarse entre una entidad financiera y una sociedad comercial, se descarta la gratuidad.
- De acuerdo a su modalidad puede ser de tracto sucesivo o de ejecución instantánea.
- Bilateral: Engendra obligaciones recíprocas para ambas partes, no restando dudas acerca de su carácter sinalagmático.
- Innominado: El contrato de *underwriting* no está legislado por nuestro ordenamiento jurídico.
- También ubicamos la figura dentro de los convenios de colaboración, donde las partes intervinientes buscan una finalidad que beneficia a ambas empresas.
- Es además un contrato financiero que configura una nueva técnica de financiación, con la cual contribuye la banca moderna al desarrollo empresarial, antelando dineros contra la entrega de emisiones de acciones, bonos u otros valores, emitidos por sociedades por acciones²⁵.

²⁵ Arrubla Paucar, Jaime Alberto. Ob. Pág.196.

4. OBJETO DEL CONTRATO DE *UNDERWRITING*

De las definiciones dadas, vemos que el propósito que persigue la sociedad emisora, es la colocación de ciertos papeles en el mercado, como una forma de financiación. Nos encontramos así, con el primer elemento del objeto del contrato, cual es el título valor que se pretende colocar.

La mayoría de los Contratos de *underwriting* que se han desarrollado en Colombia, versan sobre Bonos, y muy pocos de ellos sobre Acciones.

La legislación existente sobre el tema no es completamente clara y precisa, pero en términos generales se podrá afirmar que las operaciones de *underwriting*, cuando el intermediario es una Corporación Financiera, recaen sobre acciones y bonos de sociedades. Cuando ese intermediario es un comisionista de bolsa constituida como sociedad anónima, la negociación de cualquier emisión de valores inscritos en Bolsa, lo que por supuesto indica que cobija papeles sin tener las características propias de las acciones y los bonos, tienen una significativa presencia en el mercado²⁶.

²⁶ **Ramírez Carrillo**, Hugo Eduardo. *La reducción en el financiamiento por bonos y acciones en la sociedad anónima colombiana*. Boletín de la Comisión Nacional de Valores No.4. Bogotá 1986.

No se descarta la posibilidad de que el contrato verse sobre papeles diferentes de los mencionados pero por ser los bonos, los de mayor uso, concentraremos nuestro estudio en los aspectos más importantes de ellos.

4.1 LOS BONOS

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

Los bonos son títulos que pueden ser emitidos por las sociedades anónimas a fin de captar recursos de mediano y largo plazo, para financiar sus requerimientos de inversión o de capital de trabajo. En otros países se conocen con el nombre de obligaciones (México) o con el vocablo anglosajón *debentures* (Argentina y Brasil)²⁷.

En nuestro estudio, nos limitaremos a enunciar los aspectos que consideramos más importantes del mismo:

4.1.1 Entidades emisoras y autorizaciones estatales

La resolución 400 del 95, emitida por la Superintendencia de Valores, en su artículo 1.2.4.1. establece lo relativo a la emisión y oferta pública de bonos: "Las

²⁷ **Arrubla Paucar**, Jaime Alberto. Ob. Cit. Pág.211.

sociedades por acciones y los patrimonios autónomos para efectos de movilizar activos, podrán emitir bonos para ser colocados mediante oferta pública, previa autorización por parte de la Superintendencia de Valores.

Así mismo podrán emitir bonos ordinarios con el objeto exclusivo de ofrecerlos públicamente, previa autorización de la Superintendencia de Valores, las sociedades limitadas las cooperativas y las entidades sin ánimo de lucro, en los dos últimos casos, siempre y cuando la totalidad del empréstito sea avalado por un establecimiento de crédito sujeto a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria. Sin embargo, no se requerirá aval cuando el emisor se encuentre sujeto a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria o acredite niveles adecuados de solvencia a juicio de la Superintendencia de Valores.

PAR 1º- No obstante lo dispuesto en el presente artículo, las ofertas públicas de bonos no convertibles en acciones que realicen los establecimientos de crédito vigilados por la Superintendencia Bancaria, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 2.1.1.9 del estatuto orgánico del mercado público de valores, no requerirán ser autorizadas.

PAR 2º.- De conformidad con el artículo 331 numeral 1º, literal a, del estatuto orgánico del sistema financiero y el artículo 6º, numerales 16 y 17 del Decreto 2155 de 1992, las emisiones de bonos que pretendan realizar las sociedades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Sociedades que no

se vayan a ofrecer públicamente, y las sociedades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, deberán ser autorizadas por las citadas entidades.

El régimen legal de los bonos se encuentra contenido casi en su totalidad en la Resolución 400 de 1995; sin embargo, como la evolución normativa en esta materia ha sido bastante accidentada, se hacen las siguientes aclaraciones:

En el momento de expedirse el Decreto 653 de 1993 (estatuto orgánico del mercado público de valores) se encontraba vigente en materia de bonos el Decreto 1026 de 1990. Este decreto fue incorporado a dicho estatuto.

Posteriormente, la Superintendencia de Valores expidió la Resolución 1242 de 1993, la cual reprodujo parte de las disposiciones del Decreto 653 de 1993, modificó otras y derogó expresamente veintiuno de sus artículos. Recuérdese que la regulación de los bonos es competencia del Gobierno Nacional y de la Superintendencia de Valores. La Resolución 1224 de 1993 fue derogada por la Resolución 1447 de 1994, y ésta, a su vez, fue derogada por la Resolución 400 de 1995, dentro de la misma idea de reproducir, pero también de modificar, las disposiciones del Decreto 653 de 1993.

El Decreto 653 de 1993 fue declarado inexecutable el 7 de septiembre de 1995, por lo cual revivieron las normas que éste había compilado, siempre y cuando no hubieran sido modificadas o derogadas por otras.

Es de especial atención, advertir la vigencia actual de la Resolución 400 de 1995, a pesar de la inexecutable del Decreto 653 de 1994²⁸.

En conclusión, el régimen de los bonos se entiende más claramente a partir de las disposiciones contenidas en la Resolución 400 de 1995, con la advertencia de que cuando ésta cite el estatuto orgánico del mercado público de valores se debe entender, por regla general, que se remite a una disposición contenida en el Decreto 1026 de 1990.

4.1.2 De la emisión

La resolución 400 de 1995, emitida por la Superintendencia de valores, en su artículo 1.2.4.2 establece los requisitos indispensables para la emisión de bonos:

1. El monto de la emisión de bonos objeto de oferta pública no debe ser inferior dos mil salarios mínimos mensuales.
2. Cuando se trate de realizar la emisión de bonos convertibles en acciones o de bonos con cupones para la suscripción de acciones, se requerirá que

²⁸ No porque el estatuto orgánico fuera declarado inexecutable, debe entenderse que la resolución 400 de 1995 expedida por la Superintendencia de Valores se ha vuelto inaplicable o ha perdido su sustento jurídico. La Corte Constitucional en la sentencia que declara la inexecutable del Decreto 653 de 1993, que contenía el estatuto orgánico, advirtió que “la declaración de inexecutable no conduce a la de las normas codificadas, todas las cuales permanecerán vigentes, pues no son ellas en sí mismas las que se han encontrado opuestas a la preceptiva constitucional sino el hecho de haberse facultado al gobierno para codificarlas” (sent. C-397/95), lo cual lleva a concluir que el fundamento legal de la Resolución 400 de 1995 no ha desaparecido, pues las facultades invocadas para su expedición siguen vigentes. En este sentido se pronunció el consejo de Estado, Sección Cuarta, en dos sentencias de noviembre 24 de 1995 (exps.7028 y 7088), en los cuales no accedió a declarar la nulidad de la Resolución 400 de 1995.

éstas se encuentren inscritas en una bolsa de valores. En tal caso los bonos también deberán inscribirse en la bolsa.

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, no se requerirá que las acciones estén inscritas en una bolsa de valores cuando se cumpla una cualquiera de las siguientes condiciones:

- Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre los accionistas.
 - Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre acreedores con el objeto de capitalizar obligaciones de la sociedad emisora, siempre y cuando se trate de créditos ciertos debidamente comprobados y adquiridos con anterioridad a la emisión de bonos.
3. Los bonos ordinarios que se coloquen por oferta pública deberán ser inscritos en una bolsa de valores.
4. Ninguna entidad podrá efectuar una nueva emisión de bonos cuando:
- Haya incumplido las obligaciones de una emisión anterior.
 - Haya colocado los bonos en condiciones distintas a las autorizadas.
 - Se encuentre pendiente el plazo de suscripción de una emisión.
 - Tratándose de bonos convertibles en acciones en el prospecto de emisión podrá preverse que la conversión puede realizarse antes de que haya transcurrido un año contado a partir de la suscripción del respectivo bono.

PAR.- Cuando la totalidad o parte de la emisión se vaya a ofrecer públicamente en el exterior, la calificación de los mismos podrá ser otorgada por una sociedad calificadora de valores extranjera de reconocida trayectoria a juicio de la Superintendencia de Valores.

Además, existen otros artículos que traten el tema entre otros:

Artículo 17 del Decreto 1026 de 1990, establece que el permiso para emitir bonos deberán solicitarlo conjuntamente los representantes de la sociedad emisora y de los futuros tenedores de bonos.

Artículo 21 del Decreto 1026 de 199, establece que los bonos sólo podrán ponerse en circulación después de cumplidas todas las formalidades legales.

4.2 BONOS CONVERTIBLES EN ACCIONES

Tienen por objeto el dotar de recursos de mediano y largo plazo a las empresas emisoras, así como el garantizar a la fecha de la conversión una capitalización de las sociedades.

La importancia de los bonos en el mercado de valores radica en que es una forma más eficaz que las acciones, pues estas últimas no garantizan al inversionista una rentabilidad segura, mientras los bonos están en capacidad de ofrecerla²⁹.

Como características de estos bonos, en primer lugar, se emiten a un largo plazo y con un rendimiento fijo a través del período de maduración.

En segundo lugar, el tenedor tiene una doble alternativa: convertirlo en acciones durante el período de conversión y en unas condiciones previamente establecidas, o simplemente redimirlos a su vencimiento. (Comisión Nacional de Valores. Boletín No. 4 de 1986).

²⁹ **Arrubla Paucar**, Jaime Alberto. Ob. Cit. Pág.213.

5. MODALIDADES DE UNDERWRITING

Tanto la doctrina, como la escasa regulación legal sobre la materia³⁰, reconocen cuatro modalidades del contrato de *underwriting*, a saber:

5.1 UNDERWRITING EN FIRME O FIRM COMMITMENT

Ésta modalidad es la que se ha definido como *underwriting* puro y es aquella en la cual el *underwriter* adquiere la totalidad o parte de una emisión de valores con el propósito de colocarlos entre el público inversionista, al precio que se le hubiere establecido y durante un plazo determinado. En este evento el *underwriter* asume el riesgo de la colocación.

“En este tipo de operación, el *underwriter* compra a la empresa la totalidad de la emisión a un determinado precio, con el fin de venderla al público a un precio superior. El *underwriter* asume el riesgo de no poder vender los títulos realizando la utilidad proyectada, en caso de que cambien las condiciones del mercado, o aún de incurrir en pérdidas si las circunstancias fueran muy desfavorables. La entidad emisora, por su parte, asegura el recibo del dinero, en una fecha determinada, independientemente de la evolución positiva o negativa que pudiera

³⁰ En la legislación vigente, se hace mención del término *Underwriting* en la Res. 193/81 (C.N.V.); Cir. 01/81 (C.N.V.); Cir. 010, 011, 012/89 (C.N.V.); Dcto.1172/80; Dcto. 2461/80.

experimentar el mercado con posterioridad a la formalización del contrato de colocación”³¹.

Esta modalidad supone una gran capacidad financiera del *underwriter*. Su función fundamental es asumir el riesgo del mercado o, en otros términos, garantizarle a la emisora que recibirá el monto convenido, sea que coloquen la emisión en el público o que no logren colocarla. Si no se logra colocar enteramente una emisión, los *underwriters* estarán obligados a comprar la parte no colocada, sobre una base prorratea y la deben llevar a su propia cartera de inversiones hasta que logren venderla más adelante, frecuentemente a pérdida³².

La Comisión Nacional de Valores de Colombia, mediante resolución 193 de 1981 dirigida a las sociedades comisionistas de bolsa, dice en su artículo 2º: “Se considera operación por cuenta 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 los títulos y 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 así suscritos o adquiridos en las condiciones de precio y plazo que se hubieren establecido en el contrato respectivo”.

³¹ **Perschacón Velasco**, Camilo y **Pérez de Brigard**, Hernán. Ob. Cit. Pág.181.

³² **Van Agtmael**, Antonie W. *Underwriting de una emisión de acciones o bonos en un mercado de valores de reciente creación*. Seminario sobre underwriting de valores. Ed. Oficial, Bogotá 1984.

Por la función de asegurar y distribuir la emisión, la entidad emisora paga una comisión al *underwriter* que se conoce también con el nombre de margen o compensación.

Ejemplo: Una empresa desea colocar una emisión de acciones por un valor de \$100.000.000, equivalente a un millón de acciones, con un precio de \$100 por acción; para ello establece contactos con un *underwriter* y acuerdan que este garantizará en la emisión al *underwriter* para la fecha en que se pacte, la empresa recibirá \$95.000.000 y el *underwriter* acciones por \$100.000.000, corre luego la colocación de las acciones por cuenta y riesgo del *underwriter*, es decir, puede que ellas no sean vendidas al precio de \$100 por acción, sino a un precio menor o mayor, todo dependerá de las condiciones del mercado.

5.2 UNDERWRITING DE GARANTÍA DE SUSCRIPCIÓN O STAND BY COMMITMENT

En esta clase el *underwriter* se compromete a colocar la emisión en el público inversionista, dentro de un plazo determinado, con el compromiso de adquirir el remanente colocado en dicho plazo.

Bajo esta modalidad, sólo utilizada en la colocación de acciones, la emisión es ofrecida inicialmente a los accionistas respetando el derecho de preferencia, comprometiéndose el *underwriter* a comprar y colocar el excedente que no haya sido suscrito por los accionistas al finalizar el plazo establecido para la suscripción.

La Comisión Nacional de Valores, en la citada resolución 193 de 1981, dice en su artículo 3º, sobre esta modalidad: “Constituye por cuenta propia en el mercado primario de valores, la adquisición temporal del remanente de una emisión en desarrollo del acuerdo celebrado por el comisionista para colocar una emisión bajo la modalidad garantizada, que es aquella en que el comisionista asegura al emisor de los títulos, su colocación dentro de un plazo determinado con la obligación de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo”.

De acuerdo con el tratadista Helí Abel Torrado, la colocación garantizada es “aquella en que el gerente de colocación o intermediario garantiza al ente emisor de los valores, la colocación de los mismos dentro de un plazo determinado al efecto, con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo”³³. “En otros términos, significa lo anterior que el *underwriter* se compromete a garantizar la íntegra colocación de los títulos lanzados. Este “pacto de garantía” como también suele conocerse, implica, necesariamente, el no poder regresar los títulos que no pudiera colocar el *underwriter*”³⁴.

En esta modalidad de contrato de *underwriting*, la característica es la de un contrato de Mandato de Garantía, donde el *underwriter* actúa como mandatario de los títulos colocados, y como comprador en relación con los no colocados³⁵.

³³ **Torrado**, Helí Abel. Op. Cit. Pág.13.

³⁴ **Varela Algarra**, Andrés. Op cit. Pág.245.

³⁵ **Cano Rico**, José. *Mediación, Fe Pública y Derecho Bursátil*. Editorial Tecnos, Madrid 1982. Pág. 165. Citado por **Varela Algarra**, Andrés. Op. Cit. Pág.245.

El riesgo del *underwriter* es menor que en la modalidad en firme, en tanto que la sociedad emisora se mantiene libre de riesgo. La comisión del *underwriter* variará de acuerdo al número de acciones no suscritas y tomadas por él.

Ejemplo: La asamblea de accionistas de una empresa que desea emitir \$100.000.000 en acciones, no le permite a sus directivos que éstas sean colocadas al público por medio de un *underwriter*, sin antes haber sido ofrecidas a los accionistas de la empresa. En el acuerdo realizado entre la empresa y el *underwriter*, este último acuerda tomar un máximo de 300.000 acciones por cuenta propia de aquellas no suscritas por los socios; para ello exigirá una comisión del 6%; además, el *underwriter* sugiere la alternativa de tomar un excedente sobre la anterior cantidad pero exige una comisión del 8% sobre el exceso tomado. La empresa acepta que el *underwriter* tome las 300.000 acciones con la comisión del 6%; pero no acepta la alternativa sobre el excedente de acciones. El número de acciones a ser emitidas será de 1.000.000 y su precio de colocación será de \$100 por acción.

La empresa logra suscribir entre los accionistas el 60% de la emisión, a la fecha límite de suscripción; es decir, 600.000 acciones; entregando al *underwriter* las 300.000 acciones por él estipuladas, quien da a la empresa \$28.200.000, después de descontar el 6% sobre los 300.000.000 (300.000 acciones a \$100 cada una). Le corresponde ahora al *underwriter* colocar las acciones tomadas por él, por su propia cuenta y riesgo.

En la operación, la empresa dejó de colocar 100.000 acciones, que muy bien hubiera podido entregar el *underwriter*, de haber aceptado una comisión sobre ellas del 8%. Se observa entonces, la participación en el riesgo por ambas partes, empresa y *underwriter*. La empresa previó la colocación de 700.000 acciones y no ocurrió así, el *underwriter* ha de colocar 300.000 acciones, sujeto a las incertidumbres del mercado.

5.3 UNDERWRITING AL MEJOR ESFUERZO O BEST EFFORT COMMITMENT

En ésta modalidad el *underwriter* se compromete a realizar sus mejores esfuerzos en procurar colocar la emisión en el público inversionista a un precio fijo y dentro de un plazo determinado. No asume el intermediario el riesgo de la colocación. En esta forma de colocación el empresario no requiere de la capacidad financiera de *underwriter*, sino más bien de su experiencia como profesional en un mercado tan especializado³⁶.

Cuando se trata de empresas pequeñas o nuevas que requieren capital, el *underwriter* no estará dispuesto a sumir el alto riesgo que pueda tener la colocación de tales valores. En estos casos, se utiliza un contrato tipo “mejor esfuerzo”; bajo esta modalidad, el *underwriter* trata de vender la mayor parte de la emisión, pero no garantiza a la entidad emisora los resultados de la operación. Cualquier excedente que no logre venderse, después de haber desarrollado el mejor esfuerzo, será devuelto a la entidad emisora. Claramente, bajo esta modalidad es la empresa quien asume todo el riesgo de mercado; el *underwriter* actúa simplemente en su calidad de vendedor o distribuidor de valores³⁷.

³⁶ Arrubla Paucar, Jaime Alberto. Op cit. Pág. 204.

³⁷ Pieschacón, Camilo y Pérez de Brigard, Hernán. Op cit. Pág. 184.

La naturaleza jurídica de esta modalidad de *underwriting*, es la de un contrato de Mandato Mercantil (Art.1262 C. Co.). Asevera el tratadista español Joaquín Garrigues, sino a nombre de ésta, en consecuencia los contratos de suscripción de valores producen efecto entre el emisor y quienes aparezcan inscribiendo los títulos ofrecidos por el *underwriter*³⁸.

Ejemplo: Una empresa desea colocar \$100.000.000 en acciones a través de un *underwriter*, se acuerda entre las partes que es más conveniente una operación de mejor esfuerzo; primero, la empresa pagará al *underwriter* una comisión del 3% del monto de la oferta que logre colocar, a una fecha determinada. El *underwriter* lleva a cabo la distribución tratando de mantener el precio de la acción y brindando todos sus conocimientos y capacidades en la distribución de acciones. Para la fecha fijada el *underwriter* logra colocar el 50% de la emisión al precio de \$100 por acción y el 30% de la emisión a precios menores, comprendidos entre \$85 y \$100 por acción; el otro 20% de las acciones no fue colocada, siendo devueltas a la empresa. Los fondos obtenidos de la operación, alcanzaron la suma de \$78.500.000; de los cuales la empresa recibe \$76.145.000 y el resto: \$2.355.000 (3% de 78.500.000) se dan al *underwriter* como comisión por la distribución.

5.4 UNDERWRITING TODO O NADA O ALL OR NONE COMMITMENT

³⁸ Garrigues, Joaquín. *Curso de Derecho Mercantil*. Tomo IV. Citado por Varela, Andrés. Op cit. Pág. 246.

Es una variedad del sistema de mejores esfuerzo, en el cual la entidad emisora se compromete a vender la emisión sólo en el caso que el *underwriter* logre su total colocación en el plazo determinado. No logrando su colocación total, el *underwriter* procede a la devolución de los dineros recibidos a los parciales compradores y devuelve también los valores a la empresa emisora.

En esta modalidad, el *underwriter* fija una fecha límite para obtener promesas de compra entre el público inversionista, para determinar si es posible colocar toda la emisión o un porcentaje elevado de ésta; en el caso de lograrse un volumen satisfactorio de promesas de compra, se lleva a cabo la emisión, de lo contrario se desiste de ella.

De acuerdo con la Circular 01 de 1981 expedida por la Comisión Nacional de Valores, “es una modalidad de colocación por el sistema 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 procederá a la devolución de los pagos recibidos, quedando sin obligación alguna”.

Siendo esta modalidad, una especie del género “Mayor Esfuerzo”, la naturaleza jurídica también se asemeja a la de un contrato de Mandato Mercantil.

Ejemplo: Supóngase que el *underwriter* que asesora a una empresa en la emisión de \$100.000.000 en acciones, ve con cierto grado de pesimismo la emisión, debido a que existen en el mercado ofertas altamente competitivas; éste propone a la empresa que se haga un sondeo en el mercado con una fecha fija, si se logra obtener promesas de suscripción entre inversionistas públicos o institucionales, con una cifra cercana al 75% o más de la emisión contemplada, se ha de ejecutar la operación, de lo contrario se renuncia a ella. El *underwriter* exige una comisión del 4% sobre la venta, sin garantizar la emisión en caso de llevarse a cabo la operación. Supóngase que la empresa acepta la propuesta. Se hace el sondeo en la fecha fijada y se establece que el volumen de acciones que podrán ser vendidas será del 60% de la oferta. La empresa considera que este volumen no es satisfactorio y desiste de la emisión; dado el caso que las promesas de compra hubieran alcanzado un 80% del total de la emisión, ella se hubiera realizado, el *underwriter* hubiera tenido una comisión de utilidad del 4% sobre el valor de las acciones vendidas, para este caso particular, el riesgo será tomado completamente por la empresa.

6. PARTES INTERVINIENTES

En el contrato de *underwriting* intervienen las siguientes partes:

6.1 LA ENTIDAD ENCARGANTE

Es la empresa necesitada de financiación que emite para obtenerla, acciones, bonos y otros papeles comerciales.

Se conoce también como la entidad emisora de valores. Se trata de una compañía privada o mixta, que en el contexto del país donde funciona constituye una empresa relativamente grande. La emisora quiere la seguridad de que va a obtener una suma determinada por concepto de la emisión y generalmente no posee conocimiento en la colocación de valores en el público. Por tales motivos, acude a los servicios de los *underwriters*, quienes servirán de eslabón entre ella y los inversionistas³⁹.

Lo anterior sería la forma típica de la operación, pero también puede presentarse que una empresa propietaria de una cantidad importante de acciones o de bonos

³⁹ Van Agtmael, Antonie W. Op. Cit. Pág. 213.

en otra compañía decida acudir a este mecanismo para colocar sus valores en el mercado⁴⁰.

Vale la pena anotar, que no necesariamente tienen que recurrir al sistema del *underwriting* para hacer la colocación de los papeles que van a ofrecer; simplemente lo pueden hacer ellas mismas. Quiere esto decir, que el *underwriting* es una forma indirecta de colocación de papeles en el mercado.

Las entidades emisoras de valores, según nuestra legislación, son principalmente:

6.1.1 La sociedad anónima

Estas sociedades pueden emitir acciones destinadas a su colocación en el público, aún cuando no se encuentren sometidas a la vigilancia de la Superintendencia de sociedades. En cambio la emisión de bonos, está limitada a aquellas sociedades anónimas que estén sujetas a la inspección y vigilancia del Estado.

Es lógica la libertad para emitir acciones, por cuanto estas sociedades pertenecen al grupo de las sociedades por capitales, en las cuales el móvil de asociación lo constituye la aportación del socio, con total independencia de las personas intervinientes.

⁴⁰ **Arrubla Paucar**, Jaime Alberto, Op. Cit. Pág. 196.

Jurídicamente, la emisión de acciones es la creación, como título, de aquellas que se encuentran en reserva, para ponerlas en circulación. Y es precisamente la creación del título la que permite la suscripción del mismo, entendida como la respuesta de una persona determinada a la intención de ponerlos en circulación y que finalmente se traduce en su adquisición, legitimando el ejercicio del derecho literal y autónomo que en él se incorpora, al decir de nuestra legislación mercantil.

Por supuesto que para el cumplimiento de estos pasos es necesario la regulación de los correspondientes derechos; es decir, se debe atender el procedimiento establecido en la ley, que usualmente se hace a través de lo que se conoce como reglamento de colocación de acciones, el cual debe ser aprobado por la asamblea general de accionistas o por la junta directiva, según el caso. Este reglamento debe cumplir con unos requisitos mínimos establecidos en el artículo 386 del código de Comercio; especialmente los relacionados con la cantidad de acciones, la proporción y forma en que podrán suscribirse, el plazo de la oferta, el precio y los plazos para el pago de las acciones.

Este reglamento además, para las sociedades que están sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia de sociedades, debe ser previamente autorizado por dicha entidad. Empero, si la emisión de valores se pretende colocar mediante oferta pública; o sea, cuando se dirija a persona determinada o por conducto de un medio masivo de comunicación, el ente emisor debe estar inscrito en el Registro Nacional de Valores y, además, debe obtener autorización de la Superintendencia

de Valores (Artículo 7º, Ley 32 de 1979; artículo 8º numeral 4º, Decreto 831 de 1980).

La sanción prevista para el caso de omitirse la autorización de la Superintendencia de sociedades es la ineficacia de los actos jurídicos celebrados sin dicha autorización (Artículo 390, Código de comercio y Artículo 10 de la Ley 32 de 1979). Incluso, la capacidad de la Comisión Nacional de Valores, se extiende hasta poder ordenar la suspensión de operaciones a quienes sin autorización realicen transacciones en el mercado de valores, sin perjuicio de las correspondientes sanciones pecuniarias.

No obstante lo anterior, la suscripción de acciones no está sometida a formalidades especiales y puede acreditarse por cualquier medio de prueba, pues se trata de una simple operación de compraventa. Pero si se trata de compraventa de acciones inscritas en la bolsa, es obligatorio que la transacción se efectúe a través de la bolsa cuando la operación excede determinada cuantía (\$200.000: Resolución 5 de 1982, artículo 6º Comisión Nacional de Valores).

Visto lo anterior, procede comentar que en Colombia, solamente las sociedades anónimas sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia de sociedades (artículo 1º, Decreto 2059 de 1981; artículo 1º, Decreto 584 de 1983) y las corporaciones financieras, pueden emitir bonos para ser colocados en el público, entendido éstos como una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad o entidad sujetas a la inspección y vigilancia del gobierno

(artículo 752 del Código de Comercio) y en casi todos los casos están limitadas las emisiones por el capital pagado y las reservas de las entidades emisoras de esos valores.

En estos casos, es necesaria, además de la autorización de la Superintendencia de Sociedades, la de la Superintendencia de Valores y la constitución de las respectivas garantías por parte de la entidad emisora (artículo 8º, Decreto 1998 de 1972).

6.1.2 La sociedad en comandita por acciones

Como se comentó atrás, las Sociedades en Comandita por Acciones, es decir, aquellas en que uno o más socios comprometen solidariamente e ilimitadamente su responsabilidad por las operaciones sociales frente a otro o varios socios que la limitan al monto de sus aportes, son también entidades emisoras de valores cuando se encuentran sometidas a la vigilancia de la Superintendencia de sociedades (artículo 347 del Código de Comercio). Pero para este caso es suficiente remitirnos a lo expresado anteriormente.

6.1.3 Otras entidades emisoras de valores

Las entidades estatales o paraestatales pueden también emitir bonos y otros papeles que, en este caso, son en la práctica títulos representativos de empréstitos colectivos públicos.

En nuestra legislación no hay normas específicas a las cuales deban sujetarse los documentos de crédito público que emita al Estado. Inclusive, se presentan conceptos de tratadistas que estiman que no son títulos valores los bonos creados por el Estado, por carecer de eficacia judicial para su cobro ejecutivo. Sin embargo, dentro de las atribuciones que la Constitución Nacional (artículo 76, numeral 22) otorga al Congreso de la República, está la de dictar las normas generales a las cuales deba sujetarse el gobierno para organizar el crédito público que trace las directrices relativas al trámite y condiciones de empréstitos y facilite al Gobierno, en ejercicio de facultades más amplias que las de simple reglamentación, fijar en preceptos con fuerza semejante a la de la ley, para el desarrollo de este tipo de operaciones.

Los documentos de crédito público que emita el Gobierno Nacional o que éste garantice, así como los que emita el Banco de la República y otros sobre los cuales considere la Junta Monetaria necesario operar en el mercado financiero y monetario, se consideran inscritos en el Registro Nacional de Valores (artículo 18 del decreto 1167 de 1980; artículo 4º, resolución q, sala general, Comisión Nacional de Valores) y sobre ellos es factible hacer oferta pública, sin el cumplimiento de trámite o formalidades especiales.

6.2 EL *UNDERWRITER*

Es la corporación financiera o sociedad anónima comisionista de bolsa que se compromete a adquirir y colocar la emisión en todo o parte o simplemente a procurar su colocación. Se trata de una empresa con especial conocimiento del mercado de valores.

También son conocidas como las entidades intermediarias de valores o con la denominación inglesa de *lead manager* o *manager underwriter*. El éxito o fracaso del *underwriting* depende en gran parte del *underwriter*.

En Colombia solamente las siguientes personas pueden actuar como *underwriters*:

6.2.1 Las Corporaciones Financieras

Desde su organización, a finales de los años sesentas (decreto 2369 de 1960), las Corporaciones Financieras han sido lo que se conocen en el mundo financiero, como los bancos de inversión; es decir, a pesar de ser intermediarios financieros, se les da la posibilidad de participar en el capital de empresas del sector real de la economía con el objeto de desarrollarlas, para luego venderlas y ganar el margen entre el precio de compra y el de venta.

De acuerdo con el artículo 9º del decreto 2041 de 1987, una de las operaciones que pueden efectuar las corporaciones financieras, es la de 2colocar mediante comisión, acciones, bonos y otras obligaciones de nueva emisión o de mercado secundario, emitidos por dichas empresas pudiendo o no garantizar la colocación del total o de una parte de tales documentos. También podrán tomar la totalidad o una parte de la emisión, para colocarla por su cuenta y riesgo”. Es precisamente este artículo el que, expresamente, faculta a las corporaciones financieras para actuar como *underwriter*.

6.2.2 Los Comisionistas de Bolsa

Son comisionistas de bolsa quienes estando inscritos en el Registro Nacional de Intermediarios han sido aceptados por una bolsa de valores (artículo 1º, Decreto 1172 de 1980, donde se regula la actividad de los Comisionistas de bolsa).

Solo los miembros de las bolsas de valores pueden ser comisionistas para la compra y venta de valores inscritos en ella (artículo 1304 del Código de comercio).

Los comisionistas de bolsa deberán constituirse como sociedades (artículo 1º del decreto 1172 de 1980).

El decreto 1172 de 1980, decidió autorizar a los comisionistas de bolsa, que tengan la forma societaria de las anónimas (hoy todos los comisionistas deben tener como forma societaria la de la sociedad anónima) para adquirir por cuenta propia valores bursátiles en ciertas circunstancias de excepción y con la finalidad

de dar liquidez al mercado, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores. Por consiguiente, están autorizados para realizar operaciones de *underwriting*, adquiriendo valores por cuenta propia.

No obstante ser los comisionistas mejores conocedores del mercado de valores, carecían de recursos suficientes para realizar operaciones de *underwriting* en firme, que les exige fomento a las entidades autorizadas para realizar este tipo de operaciones. Así se facultó a las corporaciones financieras a celebrar convenios con otros intermediarios financieros, tales como las sociedades comisionistas, para realizar operaciones de *underwriting* y financiarlas con recursos del Fondo de Capitalización Empresarial⁴¹.

6.2.3 La Sindicación

Si la cuantía del *underwriting* es pequeña en relación con el capital del *underwriter*, éste puede decidir tomar el riesgo total de la emisión. Sin embargo, formalmente se forma un sindicato de *underwriters*. El *underwriter* líder logra de esta manera compartir el riesgo y también las utilidades que espera obtener. Es sana esta participación, pues se aúnan esfuerzos para acreditar este tipo de operaciones, que suelen seguirse unas a otras como efecto endémico, si son exitosas, reactivando el mercado de valores⁴².

⁴¹ Arrubla Pauca, Jaime Alberto. Op. Cit. Pág. 200.

⁴² Van Agtmael. Ob. Cit. Pág. 17.

El líder escoge los miembros del sindicato que lo han de acompañar en la operación aunque algunas veces suele influir la emisora por la escogencia de algunos. Entre ellos se firma un convenio de participación⁴³.

Típicamente los *underwriters* se obligan sólo mancomunadamente y no solidariamente respecto a la emisión. Por ello, cada *underwriter* se hace responsable sólo de su cuota en la emisión, y no se obliga a responder por las demás. Es muy importante dejar claro en el contrato de *underwriting* este aspecto, pues en la legislación colombiana existe presunción de solidaridad para los deudores de una obligación mercantil, si no se dice nada en contrario.

6.2.4 Los Suscriptores

Consideramos que no son parte del contrato de *underwriting*, sin embargo, por ser parte en la operación financiera, debemos hacer mención de ellos.

Los suscriptores son aquellas personas naturales o jurídicas, que van a suscribir los títulos que vende la sociedad emisora a través de un intermediario financiero o *underwriter*.

Dentro de las personas jurídicas que pueden ser suscriptores, es importante mencionar aquellas que profesional e institucionalmente se dedican a la inversión.

Nos referimos a las siguientes:

⁴³ Arrubla Paucar, Jaime Alberto. Op. Cit. Pág. 202.

6.2.4.1 Las Corporaciones financieras

Además de intermediarias, pueden ser suscriptoras, pues están autorizadas para invertir en acciones de sociedades manufactureras, agropecuarias o mineras (artículo 5º del decreto 2461 de 1980), de sociedades de *leasing* (decreto 148 de 1979) y de sociedades que fomenten la industria del turismo (ley 60 de 1968), sólo en ejercicio de su objeto.

Por mandato legal, deben intervenir en títulos del Fondo Financiero Industrial (Resolución 23 de 1981 de la Junta Monetaria), en títulos nominativos del Banco de la República (resolución 39 de 1978 de la Junta Monetaria) y en bonos de sociedades anónimas inscritas en bolsas de valores y en bonos de desarrollo económico del Instituto de Fomento Industrial (Resolución 23 de 1981 de la Junta Monetaria).

6.2.4.2 Las Compañías de Seguros generales, de vida y reaseguros

Deben invertir en bonos industriales de garantía general emitidos por Bancos hipotecarios; el Instituto de fomento Industrial, IFI y corporaciones financieras.

Pueden invertir en acciones y bonos de sociedades anónimas, en bonos agrarios e industriales, en acciones de corporaciones de ahorro y vivienda y en valores de renta fija emitidos por entidades de derecho público y establecimientos de crédito.

6.2.4.3 Las Sociedades de Capitalización

Según los Decretos 2165 de 1971 y 678 de 1972, pueden invertir en acciones y bonos de sociedades anónimas, en bonos agrarios e industriales y en corporaciones de ahorro y vivienda.

6.2.4.4 Los Fondos mutuos de inversión

Según el Decreto 384 de 1980, pueden invertir sociedades anónimas nacionales, mixtas o extranjeras, en bonos emitidos por sociedades nacionales, en títulos financieros agroindustriales.

6.2.4.4.1 Los Bancos

Para muchos tratadistas, como Andrés Varela⁴⁴, existe la posibilidad de que los Bancos participen en contratos de *underwriting*, inclusive la Superintendencia Bancaria, en una época considero también la misma posibilidad, posición que modifíco posteriormente⁴⁵.

Igualmente, el estatuto orgánico del sistema financiero, decreto 1730 de 1991, señala que pueden actuar como *underwriters* las siguientes: las corporaciones

⁴⁴ Varela Algarra, Andrés. Op. Cit. Pág. 246.

⁴⁵ Contestación de la Superintendencia Bancaria al oficio DJ-P 202.90 del 27 de Abril de 1990.

financieras; el Instituto de fomento Industrial, IFI; el Fondo Energético Nacional, FEN; las compañías de financiamiento comercial y las sociedades comisionistas de bolsa, excluyendo a los bancos como entidades de *underwriters*.

6.2.4.4.2 La comisión del intermediario

Como ya vimos, el objeto de la sociedad emisora es la colocación de determinados papeles, como una forma de financiación; el objeto que persiguen los intermediarios financieros o bursátiles, en la colocación misma, es la obtención de una comisión, por todos los servicios prestados.

Cuando se lleva a cabo una emisión de valores por medio de una operación de *underwriting* y para la cual se establece la formación de un consorcio, la compañía emisora pacta con el *underwriter* una comisión bruta por la operación; lógicamente si la comisión se hace con un solo *underwriter*, también existirá dicha comisión.

Lo primero que tenemos que expresar, es que no hay regulación legal sobre las comisiones por cobrar por los intermediarios financieros que hacen las veces de *underwriter*, en la práctica, el valor de la comisión varía según la modalidad de contrato de *underwriting* que se haya adoptado, por cuanto esto determina el riesgo que debe correr el intermediario financiero o bursátil; varía, también, “de acuerdo a la clase de valor, la entidad emisora y la cantidad total comprendida en la venta. En términos generales, las comisiones sobre los bonos son menores que las cobradas sobre acciones, por cuanto los bonos son colocados entre

instituciones financieras y grandes inversionistas particulares, lo que permite reducir los costos de la venta; las acciones se distribuyen ampliamente de inversionistas y en pequeñas cantidades, implica un mayor esfuerzo de ventas y consiguientemente resultan costos más elevados. Las comisiones son menores cuando se trata de empresas muy conocidas, y aumentan en el caso de empresas para las cuales resulta más difícil la promoción de sus valores⁴⁶.

Suele pactarse la comisión, cuando se trata de una operación en firme, como la diferencia entre precio de venta al público de la acción y obligación a emitir y el precio al cual compra la emisión el *underwriter*. Cuando se trata de una modalidad de tipo mejor esfuerzo, la comisión se establece como un porcentaje del valor de la emisión colocada. Si la operación obedece a las modalidades de garantía de suscripción o de todo o nada, la comisión dependerá del tipo de acuerdo que se haya pactado.

La comisión bruta involucra tres elementos diferentes e independientes los cuales son: La Comisión de *underwriting*, la comisión de Venta y la Comisión por administración.

a. La comisión de *underwriting*

Constituye el margen o compensación propia del seguro de la emisión y se constituye comúnmente en un 20% o 30% del total de la comisión; se distribuye

⁴⁶ Citado por **Perschacón Velasco**, Camilo y **Pérez de Brigard**, Hernán. Ob. Cit. Pág. 180.

proporcionalmente a la participación de cada uno de los *underwriters* que entran a compartir el riesgo asociado de la emisión.

b. La comisión de Venta

Es la comisión, como su nombre lo dice, relacionada con la venta de los valores y del margen bruto, es la más significativa ya que en la práctica es del orden del 50% al 60% de él; la comisión de venta se fija de acuerdo al grado de dificultad de la venta. De ella ha de descontarse los costos de publicidad, promoción y distribución que cada *underwriter* o intermediario incurre en el proceso de venta, para determinar así, la comisión neta obtenida por la labor de distribución.

c. Comisión por Administración

Una parte de la comisión bruta de *undewriting* va al *underwriter* original o gestor del consorcio como administrador de la oferta.

Comúnmente el porcentaje por cargos de administración son muy cercanos al 15% o 20% de la comisión bruta que la compañía emisora paga al consorcio. Obviamente, de este 15% o 20% el *underwriter* administrador ha de descontar los costos y gastos en que incurre al ejecutar la labor de administración para así establecer su utilidad neta final por dicho cargo.

7. OBLIGACIONES Y RESPONSABILIDAD DE LAS PARTES

7.1 LAS OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD ENCARGANTE

Las obligaciones de la entidad emisora dependen de la modalidad de *underwriting* de que se trate:

1. Informar al *underwriter*, con la debida anticipación, de todo lo relacionado con la emisión, a fin que éste pueda prever debidamente las estrategias de mercado. Deberá informar el precio de la emisión de los títulos y el plazo para la colocación de los mismos.
2. No utilizar otros *underwriters* diferentes, salvo que se haya autorizado en el convenio.
3. Pagar la comisión convenida
4. Pagar los gastos legales, de timbre e imprenta que suponga la emisión.
5. No vender ninguna acción o bono adicional o emitido anteriormente durante el período acordado para la operación.

7.2 OBLIGACIONES DEL UNDERWRITER

También dependen de la clase de *underwriting*:

1. Colocar ante el público la emisión respectiva, al precio y condiciones previamente estipuladas. Lo que no haya podido colocar en el plazo estipulado en el contrato, deberá adquirirlo el *underwriter*, cuando se trata de un *underwriting* de garantía.
2. Realizar las gestiones tendientes a obtener las autorizaciones administrativas para realizar la oferta pública.
3. Respetar el precio y demás condiciones estipuladas. La adquisición en firme por parte del *underwriter* tiene como propósito final la colocación de la emisión en el mercado de inversionistas y es allí donde el *underwriter* debe atender las condiciones pactadas en el contrato.
4. Adquirir la totalidad de la emisión cuando se trata de un *underwriting* en firme.
5. Hacerse cargo de toda la tramitación relacionada con el pago y entrega de valores.
6. Realizar las actividades promocionales de la emisión.
7. Mantener la adecuada comunicación con la emisora y los miembros del sindicato (si lo hay) para la buena marcha de la operación.
8. Pagar a la empresa encargante el precio acordado por la emisión que adquiere.
9. Atender todas las exigencias que demanden las autoridades reguladoras de la actividad.
10. Realizar la colocación de los títulos dentro del plazo acordado.
11. Procurar la colocación de la emisión ante el público inversionista, prestando sus mejores esfuerzos y su mayor diligencia para el buen éxito

de la operación, pero sin comprometerse a adquirir en firme la emisión. Esta obligación se da en la modalidad de colocación con base en mayores esfuerzos.

12. Estabilizar el precio de la emisión por un cierto plazo después de que se hayan ofrecido los valores a los inversionistas.

7.3 RESPONSABILIDAD DE LA ENCARGANTE

La emisora deberá indemnizar a los *underwriters* por los perjuicios ocasionados por una información falsa o por haber omitido informar debidamente sobre aspectos importantes para la operación.

7.4 RESPONSABILIDAD DEL *UNDERWRITER*

El *underwriter* siempre tiene a su cargo la obligación de asesoramiento que le obliga a la mayor diligencia y cuidado en su función de consejero para con la emisora. Esta es una obligación de medio cuya inobservancia puede responsabilizarlo frente a la sociedad encargante.

Desgraciadamente, 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 atípico por los cánones clásicos de la responsabilidad de la culpa.

Por tratarse entonces de un contrato oneroso, que reporta utilidad para ambos contratantes, el *underwriter* responde hasta por culpa leve.

No obstante, es a nuestro parecer, injusto aplicar este esquema de responsabilidad para el *underwriter*, ya que tratándose de profesionales del comercio y de la actividad bancaria, la responsabilidad debe fundamentarse en el riesgo profesional. Quien ejercita una actividad y debe presumirse responsable, estableciendo un régimen de eximentes de responsabilidad que deberá acreditarse para exonerarse.

8. PROCEDIMIENTO DE UN *UNDERWRITING*

En el *underwriting* se da, como en todo contrato, una etapa precontractual⁴⁷, donde la emisora selecciona al *underwriter* y procede a negociar varios aspectos de interés, tales como:

1. el precio
2. Las comisiones que cobrarán el *underwriter* líder y los demás intervinientes.
3. El respaldo que dará el *underwriter* a la operación, es decir, la modalidad de *underwriter* escogido, procede a realizar una serie de funciones a saber:
 - a. Evalúa la capacidad de crédito de la potencial emisora y le da consejo sobre las posibilidades que tiene de ser aceptada en el mercado.
 - b. Le presenta opciones financieras a la emisora.
 - c. Sugiere el precio de la emisión.
 - d. Cuando sea necesario deberá formar el sindicato o consorcio de *underwriters* que se encargarán de colocar la emisión.
 - e. Se encarga de preparar el contrato de *underwriting* y el convenio entre los *underwriters* si es el caso.

⁴⁷ **Arrubla Paucar**, Jaime Alberto. Op cit. Pág. 205.

De trascendental importancia para la realización de la operación *underwriting*, son la información que suministra la eventual emisora y la opinión que ofrece el futuro *underwriter*. El deber de buena fe a que se obliga a las partes en la etapa precontractual de todo negocio, exige la mayor exactitud en estas actuaciones preliminares de las partes. La omisión de información o la negligencia en procesarla adecuadamente los haría responsables de los perjuicios que pudieran sobrevenir independientemente de si se realice o no el negocio proyectado.

Sobre las sociedades emisoras pesa un deber especial de información en la etapa precontractual con relación al público en general como potencial inversionista de valores. La falta de acatamiento de este especial deber de información, llevaría a ser considerada como actuante de mala fe en la etapa precontractual, con la obligación de indemnizar los perjuicios que cause con su actitud negligente, tal como lo advierte el artículo 863 del C. de Comercio

Por medio de circular externa 011 de 22 de mayo de 1989, la Comisión Nacional de Valores instruyó sobre la manera como debe cumplirse con el deber de información a que están obligadas las sociedades emisoras de bonos.

Además, es usual en el comercio que cuando se prevé una futura emisión de títulos, se efectúe una labor previa de mercadeo o "preventa" entre potenciales inversionistas, antes de que la oferta haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores. Para evitar la inseguridad que conlleva la práctica, pues puede inducir a que el público se condicione a la adquisición de los valores que

van a ser emitidos sin contar con una adecuada información sobre las características de la emisión y las calidades y cualidades de la sociedad emisora; además de que le resta transparencia y publicidad a la oferta misma y que no se divulgan adecuadamente los mecanismos de colocación, la Comisión Nacional de Valores, dio instrucciones por medio de su circular 010 de 22 de mayo de 1989, autorizando las gestiones de “preventa” o precolocación, siempre y cuando se ajusten a ciertas reglas que también conllevan un especial deber de información, concretado así:

- Deber de poner a disposición del potencial inversionista un prospecto preliminar de colocación, que debe ser previamente autorizado por la Comisión Nacional de Valores, advirtiendo que no constituye una oferta pública vinculante.
- Dar aviso informando sobre las condiciones de la oferta por lo menos con un día de anticipación a la fecha en que comience a correr el plazo para la suscripción de los títulos.
- Deber de informar sobre los mecanismos de colocación. Si fue escogido como mecanismo el *underwriting*, la sociedad emisora deberá remitir a la Comisión Nacional de Valores, copia auténtica de los contratos de *underwriting* que haya celebrado con intermediarios autorizados para el efecto con miras a la colocación total o parcial de la emisión, por lo menos con tres días hábiles de anticipación a la fecha prevista para la publicación del aviso de oferta.
- En el evento de que con posterioridad a la publicación de aviso de oferta la sociedad emisora decida celebrar un contrato de *underwriting*, deberá enviar

copia del mismo a la Comisión Nacional de Valores con una anticipación no inferior a tres días hábiles, respecto a la fecha en que el mismo comience a regir. De la misma manera y previamente a su ejecución deberá informarse al público sobre la existencia del citado contrato, por los mismos medios empleados para realizar el aviso de oferta.

Aún así, se puede estudiar de manera más detallada el proceso de formación de este contrato; para ello, este se puede dividir en las siguientes etapas:

8.1 COMIENZO

A menudo cuando una compañía requiere capital adicional (sea en acciones o en prestamos a largo plazo), acude a un banco de inversión para que le preste su ayuda. La principal razón, generalmente es que la compañía necesita una cantidad mínima garantizada de capital y que el *underwriting* es un negocio especializado; requiere no solamente contactos con otros *underwriters* y un conocimiento acabado del mercado, que solo resulta del contacto diario y estrecho con él, sino también de un conocimiento de las finanzas y de la legislación sobre los valores y demás temas pertinentes. A menudo es el banco de inversión quien toma la primera iniciativa para llevar a cabo un *underwriting*. Del conocimiento que tiene de sus propios clientes o del sector de negocios en general, puede saber o tener la intuición que una compañía dada necesite capital y puede presentarle una propuesta a la compañía sobre cómo, cuándo, y a qué precio podría captar capital.

Las condiciones del mercado de valores revisten mucha importancia para determinar el volumen total del *underwriting* de acciones que puede hacerse. Cuando el mercado esta en alza o después de que se han efectuado varios *underwriting* que han logrado éxito, el mercado es generalmente receptivo para nuestros negocios de *underwriting* y los bancos de inversión están deseosos de llevarlos a cabo. Cuando las actividades del mercado se arrastran con lentitud y los precios están en baja, tiende a ser mucho más difícil colocar nuevas acciones. Cuando eso ocurre, tanto los bancos de inversión como los posibles inversionistas tienen menos entusiasmo para acudir al mercado puesto que no solamente puede ser difícil colocar acciones sino que el precio y las demás condiciones del *underwriting* serán menos atractivas. De manera similar, raramente se hacen *underwriting* de préstamos a largo plazo cuando las tasas de interés están subiendo rápidamente, fluctúan mucho o están a niveles sumamente altos.

8.2 EVALUACIÓN

Tan pronto como una emisora potencial haya tomado contacto con un banco de inversión o éste haya identificado un candidato potencial para una nueva emisión, llevará a cabo una investigación sobre el posible cliente; si este reúne las condiciones requeridas por el banco de inversión, el financiamiento propuesto será objeto de un análisis detallado. Tan pronto el cliente y el *underwriter* convengan en principio sobre la cuantía de la emisión y la oportunidad en que se la ofrecerá, su precio aproximado, las comisiones y gastos, y suponiendo también que las condiciones del mercado no se hayan deteriorado.

El banco de inversión enviará entonces una “carta de intención” a la emisora firma, en la que describirá la emisión propuesta en términos generales. Esta carta no es obligatoria, si bien puede especificar las comisiones que se deberá pagar si el esfuerzo de *underwriting* termina antes de que se coloque la emisión. Mientras no se devuelva una copia firmada de esta carta de intención, el banco de inversión estará renuente a tomar cualquier otra medida dado el tiempo que toma y el costo que entraña un *underwriting* profesional.

En cuanto su carta de intención es aceptada, el *underwriter* lleva a cabo una investigación minuciosa de la compañía emisora. Generalmente, se hace que expertos en materias legales, de auditoría e ingeniería llevan a cabo un análisis completo que, al mismo tiempo, proporciona gran parte de la información que se necesitará más adelante para preparar el prospecto y la demás documentación que puedan requerir las autoridades regulatorias o que se necesite para obtener la cotización de la emisión en bolsa

8.3 SINDICACIÓN

Si la cuantía del *underwriting* es pequeña en relación con el capital del banco de inversión, éste puede decidir tomar el riesgo total de la colocación de la emisión. Sin embargo, normalmente se formará un sindicato de *underwriting*. De esta manera el banco de inversión no solamente comparte el riesgo (así como las utilidades que espera obtener) con otros *underwriting* que encabecen sus colegas-

competidores en la industria de la banca de inversión. Cada banco de inversión tiene la plena conciencia de la importancia de la reciprocidad reviste en sus relaciones con los demás *underwriters*. En la mayoría de los casos, el *manager* tiene gran libertad para seleccionar los miembros del sindicato, pero a veces la emisora solicita que se incluya a ciertas firmas dadas. La costumbre y los arreglos afectan típicamente la selección de los miembros del sindicato y la repartición de las cuotas entre ellos (vale decir, la cantidad que será objeto de *underwriting* o de colocación por parte de cada una de las firmas).

Antes que el *manager* pueda asumir para con la emisora una obligación definitiva sobre los detalles del *underwriting*, debe obtener la aprobación formal de los miembros del sindicato para finalizar el convenio entre los *underwriters*, se nombra al *managing underwriting* como agente o representante de todos los *underwriters*. Normalmente se lo negocia días o semanas antes de la oferta, pero no se lo celebra sino hasta justo antes que comience la oferta misma. El convenio entre los *underwriters* especifica aspectos tales como los nombres y las cuotas de cada *underwriter*, el precio, cuantía y tipo de *underwriting*; las acciones que se reserva el *managing underwriter* para colocarlas directamente entre sus principales clientes institucionales, la entrega los certificados y el pago del precio de suscripción, la estabilización las transacciones en el mercado inmediatamente después que se haga la colocación en el público, la fecha del cierre, el cierre mismo, la comisión de administración, y varias indemnizaciones destinadas a proteger al *manager*.

Después de recibir la aprobación formal de las autoridades regulatorias y después de firmar el Convenio entre los *underwriters*, el *manager* celebra un convenio de *underwriting* con la compañía emisora en representación de todo el sindicato. En muchos países europeos, todos los *underwriters* firman el convenio de *underwriting* con la emisora. Además de consignar los términos y condiciones básicas del *underwriting* y de definir la “fecha del cierre” en que la compañía emisora recibirá el monto neto producido por el *underwriting*, el Convenio de *Underwriting* normalmente protege a los *underwriters* contra cualquier acción judicial en caso que la compañía le haya proporcionado información equivocada sobre su condición financiera y/o sus operaciones.

La mayoría de los convenios de *underwriting* son “compromisos firmes” en que los *underwriters* se obligan a comprar, de inmediato, el total de la emisión a un precio dado, a fin de volver a colocarla en el público. A veces los *underwriters* sólo asumen un “compromiso de emplear sus mejores esfuerzos” para colocar la emisión en el público sea a un “margen” predeterminado (el total de las comisiones de *management*, *underwriting* y colocación) mientras que la emisora recibe sólo el saldo, o bien a un precio fijo, pero en este último caso son garantía sobre la cantidad que se habrá de colocar en el público.

Típicamente, los *underwriters* se obligan sólo mancomunadamente y no solidariamente respecto a la compra de una emisión. Esto significa que cada *underwriting* se hace responsable sólo de su cuota en la emisión, y no se obliga a que el grupo de *underwriters* coloque el total de la emisión.

Generalmente, los bancos de inversión insisten en una cláusula de escape o de “desastre” que libera a los *underwriters* de sus obligaciones si se producen ciertas circunstancias que están fuera de su control, tales como cambios importantes y pertinentes en las condiciones económicas, políticas o financieras. Esto protege al *underwriter* contra cambios súbitos e inesperados en el mercado de valores o acontecimientos negativos relacionados con la emisora. Tal cláusula es importante debido a la pequeña base de capital de la mayoría de los *underwriters*. Si bien la determinación de lo que es importante y pertinente generalmente queda al arbitrio del *lead manager*, éste normalmente trata de no usar esta cláusula a fin de conservar su reputación.

8.4 REGULACIÓN

La regulación varía de un país a otro. Sin embargo, en casi todos los casos se hace un esfuerzo para proteger al público (es decir, a los inversionistas que no son principales accionistas, directores, o administradores de la compañía, u otras personas que tienen conocimiento íntimo de la empresa). Proporcionarle al inversionista información suficiente, comprensible y confiable para que pueda tomar una decisión justificada reviste una importancia fundamental para prevenir los excesos especulativos que conducen a un quiebre en la confianza de los inversionistas.

Uno de los medios principales y más efectivos para proporcionar información a los inversionistas es el prospecto revisado (o en algunos países, aprobado) por la comisión de valores, la bolsa de valores u otro organismo regulador, antes que el público pueda suscribir una nueva emisión y/o que las acciones puedan ser cotizadas en una bolsa de valores. Si bien formalmente la compañía es responsable de la mayor parte de la información que se proporciona en el prospecto, la mayoría del trabajo efectivo lo hace generalmente el *managing underwriter* y sus abogados, que deben verificar cuidadosamente toda la información proporcionada por la emisora a fin de protegerse a si mismos de las acciones judiciales que puedan ejercer contra ellos quienes adquieran los valores que se colocan en el público.

En los nuevos mercados de valores, puede resultar útil que las agencias reguladoras competentes le proporcionen a la comunidad de bancos de inversión un formulario básico para los prospectos, que asegure que se divulgue la información apropiada, pero que no sea demasiado detallada y técnica como para que haga imposible que el inversionista promedio la entienda.

En la mayoría de los casos sería útil asegurarse que hay procedimientos claros respecto a la oportunidad en que las agencias regulatorias deben aprobar, rechazar, o proporcionar comentarios formales sobre las deficiencias de los prospectos y/o las razones por las que una solicitud de *underwriting* o de cotización no sea aprobada. En la mayoría de los casos es aconsejable darle a la emisora y a su banco de inversión y a los abogados de ambos una oportunidad

para que hagan los cambios necesarios sujeto a la aprobación final de las agencias regulatorias. Es de importancia fundamental que el *manager* y las demás partes implicadas sepan cuándo exactamente pueden esperar que las autoridades regulatorias aprueben el contenido del prospecto en su forma final a fin de que puedan planear la fecha en que se dé comienzo a la oferta al público.

Finalmente, puede ser aconsejable permitirle a los *underwriters* que distribuyan un prospecto preliminar basado en el formulario estándar proporcionado por las autoridades regulatorias y que incluyan toda la información que deba serles proporcionada de acuerdo con las prácticas vigentes del mercado. Para indicar el carácter "preliminar" de tal prospecto, un anuncio claro sobre ello debería colocarse en la primera página de tales prospectos. Por supuesto, al prospecto inicial deberá seguirle, en una base regular (anual y/o trimestral) estados financieros que mantengan a los inversionistas al día respecto a las condiciones del emisor.

8.5 PRECIO

En los mercados de valores que ya han alcanzado la madurez, el precio de una emisión lo determinan libremente (sin interferencia de las autoridades gubernamentales) el *underwriter* y la emisora. La determinación del precio es la parte más difícil de un *underwriting*. Un precio demasiado alto puede causarle pérdidas al *underwriter* y dificultades a la emisora la próxima vez que acuda al mercado. Un precio bajo puede dañar la reputación del *underwriter* y puede

causarle la pérdida de la emisora como cliente. Por tanto, el *managing underwriter* hará un estudio acabado del precio a que debe ofrecerse la emisión usando dos insumos básicos:

- El análisis del valor fundamental de la acción misma, usando medidas tales como valor en libros, relación precio a utilidades, rentabilidad, valor presente del flujo de caja, estimaciones sobre el crecimiento de las utilidades, y promedios recientes del precio de las acciones de la emisora, en el caso de una emisión de bonos, el énfasis se porte en la calidad del prestatario (capital, relación corriente, cobertura de intereses, etc.); este análisis lo hace normalmente el departamento de financiación de empresas del banco de inversión.
- Probando el tamaño de la demanda del mercado para el valor de que se trata (que generalmente lo hace el departamento de *marketing*). Generalmente el *manager* obtiene indicaciones de interés de otros *underwriters* y de los miembros del grupo colocador.

Cada uno de estos factores es evaluado con base a la experiencia, juicio basado en información apropiada, y mera intuición.

El *manager* debe verificar primero que el precio que la emisora pretende obtener está razonablemente al mismo nivel que el precio que probablemente estarán dispuestos a pagar los inversionistas. Es mucho más fácil ponerle precio a las emisiones de las compañías cuyas acciones ya se están transando en el público,

que compañías que acuden al mercado por primera vez. Si la emisora no tiene acciones que se cotizan en el público, los *underwriters* a menudo estudiarán los precios en el mercado de compañías similares (en la misma industria y del mismo tamaño) para estimar el precio apropiado por acción. Para obtener un buen precio, a menudo es necesario que las tendencias recientes de crecimiento y utilidades de la compañía emisora sean fuertes y que el mercado de valores activo. En el caso de una emisión de bonos, el precio y el cupón (la tasa de interés) se basan en una comparación con las emisiones de bonos de compañías similares, y con las condiciones imperantes en el mercado respecto a tasas de interés.

Un *underwriter* acucioso tratará de definir cada vez con más precisión el margen dentro del cual espera determinar el precio final de la emisión, hasta la mañana del día en que se efectúe la emisión.

Discutir el precio con los posibles compradores puede resultar inútil, ya que a los compradores tratarán de reducir el precio y probablemente no darán a conocer qué cantidad de valores están dispuestos a comprar. De manera similar, los miembros del sindicato pueden presionar para que la colocación se haga a precios más bajos a fin de facilitarla, sabiendo que el manager tiene la obligación ante la emisora de obtener el precio más alto posible. A menudo no es posible fijar el precio de una emisión de acciones al mismo nivel al que ese día se estén transando otras acciones de la misma compañía en el mercado, dado que tales transacciones puedan ser de cantidades relativamente pequeñas, mientras que una nueva emisión puede comprender una gran cantidad de acciones.

Cuando la colocación de que se trata es de emisión de nuevas acciones de la compañía y no de acciones existentes que estén en poder de uno o más fundadores o accionistas principales de la compañía, la oferta puede producir una cierta dilución, es decir una división de las utilidades futuras entre una cantidad mayor de acciones, lo que puede provocar una reducción en el precio. En tales casos, una concesión respecto al precio del mercado será probablemente necesaria. El precio se determina de manera definitiva sino hasta el último momento, ya que es necesario tomar en cuenta la información más reciente sobre la compañía y el mercado. A fin de determinar la receptibilidad del mercado, se estudiará cuidadosamente el comportamiento de las colocaciones más recientes. Si los signos que se obtienen no son buenos, es probable que se difiera la colocación.

Diversos factores tienden a sostener el precio a que se hace la oferta. En primer lugar, en algunas emisiones la demanda de suscripción accederá la cantidad total de los valores que se persigue colocar, desde el primer día, y la colocación será rápida. Además, el *manager* o la emisora a menudo quedan autorizados para efectuar compras de la emisión a fin de estabilizar su precio y asegurarse que la nueva emisión no disturbará indebidamente el mercado. Sin embargo, el objetivo del *underwriting* es colocar la emisión con los inversionistas finales, es decir, los que probablemente habrán de conservar las acciones por un plazo mediano o largo.

8.6 DISTRIBUCIÓN

Después que se haya convenido en todas las condiciones de la emisión, los bancos de inversión contactan a todos los inversionistas que inicialmente expresaron interés para decidir sobre el tamaño de la suscripción por parte de los inversionistas. Si una parte de la emisión sigue sin poderse colocar después de que se haya contactado a todos los inversionistas que originalmente expresaron interés en la emisión, los *underwriters* deberán absorber el remanente en sus propias carteras de inversión hasta que se termine el sindicato.

Según como se haya recibido al *underwriting*, el sindicato seguirá funcionando como tal por un plazo indefinido o por un plazo tan corto como un solo día. Generalmente, inmediatamente después que el *manager* sea notificado por los miembros del grupo colocador de que toda la emisión ha sido colocada, eliminará todas las restricciones sobre precio y transacción de los valores emitidos. Sin embargo, la terminación del sindicato no significa necesariamente que se han vendido todos los valores objeto de la emisión. Es improbable que los grupos colocadores puedan distribuir el total de las emisiones a los precios ofrecidos cuando el mercado general sufre tendencias a la baja. De ocurrir tal situación durante el periodo de oferta y si se decide que ésta es la mejor manera de proteger los intereses de los *underwriters*, el *manager* puede permitir inmediatamente que se vendan los valores al mejor precio posible.

8.7 CIERRE

Al concluir la oferta al público, el *manager* se hace responsable de todos los detalles del cierre final. Junto con su abogado, determinará si todos los detalles del cierre final. Junto con su abogado, determinará si todas las condiciones estipuladas en el convenio de *underwriting* han sido cumplidas por todas las partes. Si se han cumplido todas las condiciones, el *underwriter* y los miembros del grupo colocador harán sus pagos respectivos a la emisora contra la entrega por parte de ésta de los pagos respectivos a la emisora contra entrega por parte de ésta de los certificados provisionales de las acciones emitidas. El *manager* entonces pagará a los miembros del grupo colocador la remuneración que le corresponda por sus servicios. En algunos países, los miembros del sindicato cobrarán sus comisiones antes de pagarle al *manager*, esto es, el pago al *manager* se hace sobre una base “neta”. Las tareas finales del *manager* son cubrir los gastos que les correspondan a los *underwriters*, tales como impuestos de transferencia, gastos de publicidad y de venta, franqueo postal, imprenta, etc. Después de deducir tales gastos, la comisión de *underwriting* es repartida sobre una base prorrata con los demás miembros del sindicato.

9. EXPERIENCIA EN OTROS PAÍSES⁴⁸

Es necesario citar la experiencia de otros países subdesarrollados, para de esta forma poder encontrar, por comparación, las diferencias y deficiencias que existen en el mercado colombiano de valores y así poder realizar en forma eficiente operaciones de *underwriting*.

Debido a que en Colombia dichas operaciones no han sido intensivas se requiere acudir a la experiencia ajena a fin de trazar políticas correctivas y crear un marco institucional como mecanismo que ayude a que dichas operaciones funcionen en forma eficiente y así lleguen a convenirse en la solución práctica para sacar a las sociedades anónimas del grave problema que las aqueja como es la falta de capital, problema tal que ha venido minando la capacidad de generación de un mayor producto y por ende las ha hecho caer en un caos económico.

En América Latina los dos países con mayor experiencia en *underwriting* son Brasil y México. No es sorprendente que éstos sean también los países con mercados de valores más grandes.

9.1 EXPERIENCIA DE BRASIL

⁴⁸ **Agtmael, Antolne.** *Underwriting in emerging securities markets. The experiences of Brazil and Mexico.* Ed. Diritto Civile. Italia. Pág. 4

El concepto de *underwriting* fue virtualmente desconocido hasta la mitad de la década de los sesenta, cuando fueron organizadas dos firmas de inversión bancaria, DELTEC e 1BEC. Estas empezaron a introducir el *underwriting* y sus seguidoras fueron el núcleo alrededor del cual se formó una gran cantidad de instituciones brasileñas que hoy son líderes en *underwriting*. Así, la creación del *underwriting* como una profesión fue la primera clave para impulsar el mercado primario brasileño.

Un elemento importante para dinamizar el *underwriting* fue el desarrollo gradual de una legislación para el mercado de valores que cubriera los mercados primario y secundario, la cual no se limitó solamente a aspectos regulatorios, pues su tarea también era ampliar y controlar dichos mercados. Este aspecto de desarrollo convierte a Brasil, a su turno, en un modelo para otros mercados emergentes.

La política fiscal ha sido otro elemento importante en la evolución del mercado primario en Brasil. A los inversionistas suscriptores de nuevas emisiones de corporaciones privadas se les ha permitido tomar una deducción tributaria igual al 30% de su inversión; esto ha sido un alivio tributario sustancial, aunque la deducción tributaria es sólo para inversiones en compañías que ofrecen al menos una tercera parte de su nueva emisión al público. Como resultado de estas facilidades, hay en el Brasil más de un millar sociedades anónimas abiertas, un número mayor que en otros mercados emergentes, lo que viene a constituir una base sustancial para el crecimiento posterior del mercado primario. Sin embargo,

los incentivos fiscales no sólo condujeron a un gran incremento en el número de compañías abiertas, sino también contribuyeron a un "boom" especulativo y a una virtual desaparición de nuevas emisiones durante la mitad de la década de los setentas.

Un comportamiento preocupante en Brasil en años recientes ha sido la declinación en el número de acciones que realmente están disponibles para colocación entre el público en general entre las acciones registradas originalmente con la comisión de valores.

Existen varias características claves del *underwriting* en Brasil:

- Las emisiones de dividendo no fijo han tenido que ver con acciones preferenciales principalmente en lugar de acciones comunes.
- Los *underwriting* típicos tienen una base en firme. Sin embargo, los derechos de preferencia pueden, en efecto, resultar en *underwriting* de garantía de suscripción durante el periodo de vigencia.

9.2 EXPERIENCIA DE MÉXICO

La bolsa de valores de Méjico, fundada en 1894, constituyó sin duda el mercado de valores más activo para intercambios en América Latina durante la década de 1960 (cuando la correspondiente actividad en Argentina había empezado a declinar) aunque el mercado de acciones representaba solamente del 2 al 7% del

comercio total en aquellos años. La mayor parte del comercio y otros títulos valores financieros estaban embargados. Al paso que los inversionistas en el Brasil, Argentina, el Perú y Colombia perdían más de la mitad de sus inversiones en el periodo comprendido entre 1959 y 1967, después de hacer los reajustes necesarios por motivo de la inflación, el índice de precios de las acciones en Méjico perdió muy poco.

Los ingresos por la venta de petróleo, el crecimiento económico, la expansión de las corporaciones, un creciente aumento de la confianza de los inversionistas y la promoción gubernamental del mercado de seguros se constituyeron en una base firme para la subsiguiente recuperación del mercado a partir de 1976.

Al mismo tiempo se crearon las condiciones para el desarrollo del mercado primario:

- Muchas casas de corretaje (agentes corredores de bolsa) se fundaron, bien como subsidiarias de los mayores grupos industriales y financieros (Banamex, Bancomer, etc.) o como firmas independientes (Acciones y Valores, Operadora de Bolsa, Inverméjico, etc.). Algunas de las principales agencias de corredores de bolsa adquirieron una gran competencia en las operaciones de "*underwriting*" (suscripción de valores y seguros) en cuanto al manejo de acciones, bonos y más tarde papeles comerciales.
- Una nueva y moderna legislación sobre bolsas de valores y seguros vino a regular el mercado primario, mejorando el suministro de información y

eliminando algunas de las compañías “cerradas” o poco confiables de las que figuraban en las listas de más de 400 empresas dedicadas a esa actividad. Por desgracia, nunca llegaron a adoptarse estrictos requisitos sobre el porcentaje mínimo de capital que debía estar disponible para el público en general, limitando de esta manera el capital flotante (o circulante) de muchas de las grandes empresas.

- Se adoptaron igualmente algunas medidas sobre impuestos (por ej. la eliminación del impuesto sobre ganancias por concepto de capital y de los créditos especiales para inversión en ciertos fondos mutuos), pero fueron de menor importancia en comparación, por ejemplo, con las medidas adoptadas en el Brasil.
- El desarrollo reciente del mercado de acciones muestra un aumento notorio debido principalmente al tratamiento tributario favorable. La repentina caída en la actividad del mercado y de los precios entre congeló las nuevas emisiones de acciones, pero hasta cierto punto esta actividad fue remplazada por la emisión de papeles comerciales por muchas de las compañías.

Las características principales del *underwriting* en Méjico son las siguientes:

- El número registrado de nuevas emisiones ha sido muy pequeño, aún durante el periodo de bonanza de la década de los ochentas. La mayor parte de las ofertas provenían de acciones que ya estaban inscritos. Como en el Brasil, los derechos preferenciales ya existían legalmente en Méjico. Muchas de las compañías que estaban inscritas aumentan regularmente su capital ofreciendo a los que ya son accionistas la posibilidad de suscribir nuevas acciones a

precios atractivos. Aquellas acciones que no son adquiridas por los accionistas son compradas por los corredores de bolsa (*underwriters*) para revenderlas al público.

- La existencia de grupos industriales o financieros estrechamente asociados (con frecuencia con casas de corretaje dentro de las mismas compañías) ha limitado la disponibilidad de acciones al público en general y ha disminuido también la competencia abierta entre los corredores de bolsa (*underwriters*).
- Virtualmente todas las nuevas emisiones y la mayor parte de las ventas secundarias de cualquier magnitud se ofrecen sobre la base de convenios entre los corredores de bolsa y de vendedores son comunes.
- En un periodo de inflación elevada, con altas tasas de interés, los papeles comerciales llegaron a constituir una inversión atractiva y una fuente importante de entrada para los corredores de bolsa durante los años de depresión posteriores a la calda de los valores bursátiles

Como se puede apreciar, existen grandes diferencias entre los mercados de valores Mejicano, brasileño y colombiano, siendo el segundo de éstos el más avanzado, ya que posee una infraestructura que le ha permitido desarrollar en forma eficiente las operaciones de *underwriting* y proyectar un mercado de valores más estable que en cualquier país de los llamados subdesarrollados. Colombia a y Méjico presentan similitudes en cuanto al nivel de desarrollo de estas operaciones; es decir, no se han impulsado, en forma eficiente para que se conviertan en dinamizadoras del mercado.

BIBLIOGRAFÍA

Agtmael, Antoine. *Underwriting in emerging securities markets. The experiences of Brazil and Mexico.* Ed. Diritto Civile. Italia. Pág.4

Arrubla Paucar, Jaime Alberto. *Contratos Mercantiles.* Ed.Dike Medellín 1987.

Baeza, Sergio. *Operaciones Bancarias, Aspectos institucionales del sector Financiero.* Instituto de Estudios Bancarios. Santiago de Chile. 1981. Pág.151.

Barreira Delfino, Eduardo A. *El Contrato de Underwriting.* Marzo 1989, LIX No.71. Buenos Aires. Pág.572.

Boneo, Eduardo J. y Barreira Delfino, Eduardo A. *Contratos Bancarios Modernos.* Ed. Abeledo Perrot. Buenos Aires. 1984. Pág.215.

Bonfanti, Mario A. *Contratos Bancarios.* Ed. Abeledo Perrot. Buenos Aires. 1989.

Gill, David. *The importance of a policy framework for the development of an underwriting industry.* Comisión Nacional de Valores. 1984.

León Ortega, Joaquín. *Las Operaciones de Underwriting como mecanismo de capitalización de las Sociedades Anónimas*. Comisión Nacional de Valores. Bogotá. 1980.

Marín Bernal, Rodrigo. *Seminario sobre Underwriting de Valores*. Comisión Nacional de Valores. Bogotá. Abril 4 de 1984.

Martínez Neira, Néstor Humberto. *Sistemas Financieros*. Biblioteca Felaban. Bogotá. 1994.

Martorell, Ernesto Eduardo. *Tratado de los Contratos de Empresa*. Depalma, Buenos Aires. 1989. Pág.502.

Masnatta, Héctor. *El Contrato Atípico*. Ed. Abeledo Perrot. Librería Temis. 1990.

Pieschacón, Camilo y Pérez de Brigard, Hernán. *Bases para un Mecanismo de Underwriting*. Revista del Banco de la República. 1973. Pág.180.

Restrepo, Juan Camilo. *Significado del Seminario sobre Underwriting de Valores*. Conferencia dictada en la Bolsa de Valores de Bogotá. Abril 1984.

Sfeir Turbay, Jeannette. *Manual de Emisión de Acciones, Bonos y papeles comerciales*. Bogotá 1992.

Torrado, Helí Abel. *Mercado de Valores Colombiano: Legislación vigente e insituciones*. Seminario sobre Underwriting de Valores. Comisión Nacional de Valores. Bogotá 1984. Pág.15.

Varela Algarra, Andrés. *Generalidades del Contrato de Underwritig*. Boletín Jurídico Financiero, Asociación Bancaria de Colombia. Febrero 28 , 1990.

Villegas, Carlos Gilberto. *Compendio Jurídico, Técnico y Práctico de la actividad Bancaria*. Depalma, Buenos Aires. 1986.