

EL CONTRATO DE "UNDERWRITING"

* Jaime Alberto Arrubla Paucar

*

Autor de la Obra: "Contratos Mercantiles". - Profesor de la materia "Contratos"
en la Facultad de Derecho de la Universidad Pontificia Bolivariana

INTRODUCCION

El "underwriting" es un instrumento financiero, por el cual se puede lograr una paulatina canalización de recursos hacia las actividades productivas (Eduardo J. Boneo y Eduardo A. Barreira. **Contratos Bancarios Modernos**. Abelardo-Perrot. Buenos Aires. 1984. p. 215). Pero, para que ello sea posible, depende de que exista un adecuado mercado de capitales.

También puede decirse 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 accionistas o 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 suelen no ser suficientes para llenar las nuevas exigencias que trae consigo el desarrollo empresarial.

El sistema financiero asume a través de sus diferentes líneas operativas de financiamiento un papel preponderante como medio encausador de recursos para mantener y aumentar el proceso productivo.

Dos conceptos aparecen bajo el genérico de mercado financiero: el mercado de dinero y el mercado de capitales.

Al mercado de dinero fluyen las disponibilidades transitorias en poder de la comunidad, canalizadas especialmente a través de los bancos comerciales; el destino final de estos recursos se dirige a necesidades de consumo de la misma comunidad y necesidades del giro ordinario de las empresas.

Al mercado de capitales, llega el ahorro del público. Este ahorro lo constituye el conjunto de los excedentes provenientes de la diferencia entre los ingresos de la comunidad y sus necesidades de consumo (Boneo y Barreira. Ob.cit. pag. 218). Estos recursos se dirigen a inversiones de mediano y largo plazo.

Es difícil en la práctica distinguir entre los dos mercados, el dinero y el de capitales, y más en países en vías de desarrollo. Buen número de instituciones financieras operan en ambos mercados, incluso los usuarios de recursos acuden a uno u otro, sin distingos ni planeación.

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 dinero.

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".

Un sector 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.

El mercado de valores a su vez se divide en dos sectores, cada uno con sus propias notas y características; el "mercado primario" y el "mercado secundario". Al mercado primario le corresponden las transacciones sobre valores recién emitidos; al segundo, las que recaen sobre valores en circulación.

La negociación de los títulos valores, adquieren importancia cuando se realizan 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 otorgado*.

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

FACTORES QUE HAN INTERVENIDO PARA DESALENTAR EL MERCADO DE VALORES

No solamente en Colombia, sino en toda América Latina, el mercado de valores no ha alcanzado un desarrollo significativo. Entre otras causas, se destacan las siguientes:

- Un sistema tributario que tradicionalmente había discriminado contra la capitalización.
- La competencia que encontraron las acciones en activos financieros más rentables, tanto públicos como privados, que irrumpieron en el mercado en los últimos años hasta la frondosa estructura de crédito de fomento subsidiado que organizó el país a partir de los años cincuenta.
- La declinación de las utilidades empresariales que se observa en la última década.
- Las deficiencias e imperfecciones de nuestro mercado de capitales.

- 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 las empresas.
- El auge de los intermediarios financieros en la última década.
- El raquitismo de los inversionistas institucionales que se vive actualmente. (Juan Camilo Restrepo. Significado del Seminario sobre Underwriting de Valores. Bogotá, 1984).

FUNCION ECONOMICA

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 sean en todo o en parte, puedan ser suscritas inmediatamente por el "Underwriter", con miras a su posterior colocación.

La realidad económica contemporánea indica que la empresa solo puede mantener un constante grado de expansión y desarrollo de su tecnología, en la medida que cuente con una adecuada asistencia financiera.

Los recursos que requiere la empresa puede obtenerlos acudiendo al mercado de dinero o al mercado de capitales y dentro de este último, en el mercado de valores.

Los nuevos recursos puede 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 de 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 registran actualmente. (Juan Camilo Restrepo. Ob.cit.). El "UNDERWRITING" es un instrumento fundamental para brindar una recuperación de ese mercado.

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 y garantizado con el propósito de vender esta emisión entre el público. (Comisión Nacional de Valores. Boletín No. 4 1986, p. 67).

En la doctrina se encuentran algunas definiciones restringidas del contrato; observemos la siguiente: "Es el contrato celebrado entre un banco y una sociedad por acciones, por medio del cual el primero se obliga a prefinanciar, en firme o no, acciones, debentures u otras obligaciones emitidas por la sociedad, para su posterior colocación" (Villegas, Carlos Alberto. "Compendio Jurídico, Técnico y Práctico de la Actividad Bancaria". Depalma, Buenos Aires. 1986. p. 689).

La definición anterior restringe en cuanto a las partes que pueden serlo en el contrato.

Proponemos la siguiente definición: El contrato de "underwriting" es el 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, pone su mejor esfuerzo para lograr colocar los valores.

Advertimos 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 encuentran en el mercado secundario.

Algunos autores definen el "underwriting" atendiendo solamente a su modalidad en firme. Observemos sus conceptos:

"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 esa emisión en el público" (Tredway, Peter. Citado por Pieschacon Velasco, Camilo Pérez de Brigard Hermán. "Bases de un Mecanismo de Underwriting", 1974).

"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" (Boneo y Barreira. Ob.cit., p. 227).

Otras definiciones son comprensivas de las distintas modalidades con que se aplica la operación. El Instituto Brasileiro de mercado de capitales (Citado por Pieschacon y Brigard. Ob.cit.) tiene el siguiente concepto: "Una operación de underwriting es aquella en la cual la institución financiera colocará (underwriter) 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 lanzamiento en los cuales la institución financiera actúa como vendedor o distribuidor de valores, recayendo los riesgos del mercado en la empresa emisora".

En Colombia, el decreto 2461 de 1980, orgánico de las Corporaciones Financieras, en su artículo 5o., numeral 3o., refiriéndose a las actividades que éstas pueden desarrollar, se aproxima a un concepto sobre el "underwriting" cuando dice: "...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". (Véase el tema en Arrubla, Jaime Alberto. *Contratos Mercantiles*. Medellín, Dike, 1987. p. 422).

DESCRIPCION DE LA OPERACION

Una empresa comercial quiere capitalizarse emitiendo títulos valores (acciones o bonos) y decide utilizar los servicios de otra empresa comercial, con un especial conocimiento en el mercado de valores, para que por su conducto se coloque la emisión en el público. La empresa profesional en el mercado de valores puede asumir o no el riesgo en la colocación de la emisión.

En modalidades no ortodoxas, puede suceder que la empresa no emita los valores sino que los tenga en propiedad como un activo consistente en acciones o bonos emitidos por otra compañía, que quiere realizar mediante la operación "underwriting".

Puede suceder que la iniciativa la tome el "underwriter".

Por el conocimiento que tiene de sus clientes o del sector de negocios en particular, puede darse cuenta de las necesidades de capital y decide presentarle una propuesta a la compañía sobre cómo, cuándo y a qué precio podrá captar capital.

Para decidir sobre la realización de una operación de "underwriting" surgen una serie de interrogantes que deben resolverse previamente, tales como: Convendría que se realice una operación de "underwriting" para determinada compañía?, Es esa compañía una buena candidata para la operación dado su historial reciente y sus planes futuros?, Cuál será la oportunidad adecuada para la emisión?, Cuál sería la cuantía de la oferta y cuál el precio de cada acción ofrecida?, cuáles serían los costos de la operación "underwriting"?, Debería formarse un consorcio para la operación o puede emprenderla sólo un "underwriter"?, Finalmente, deberá hacerse la operación en firme o sobre la base de los mejores esfuerzos posibles? (Van Agtmael. Estudio de un caso Práctico sobre Underwriting de Valores. Ob. Cit. p. 4).

Tan pronto como la posible emisora haya tomado contacto con un banco o éste haya identificado un candidato potencial para una nueva emisión, el último lleva a cabo una investigación sobre su posible cliente. Si el cliente reúne las condiciones darán inicio a las negociaciones tendientes a celebrar el contrato de "underwriting".

NATURALEZA JURIDICA

El contrato de "underwriting" es un contrato atípico e inominado, que no tiene una individualidad acusada en la ley colombiana.

Sin embargo, la primera reflexión a la que invita este punto, sería la de pensar si una operación de esta naturaleza está regulada por las figuras contractuales tradicionales o si merece un tratamiento autónomo frente a ellas.

Algunos describen el contrato como de NATURALEZA MIXTA por tener características y elementos propios de otros contratos (Heli Abel Torrado Torrado. *Mercado de Valores Colombiano: Legislación Vigente e Instituciones. Seminario Sobre Underwriting de Valores.* Bogotá 1.984. p. 15). Con la COMPRAVENTA, tiene semejanzas en cuanto que el underwriter toma la totalidad de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo (Esto en la modalidad de "underwriting en firme"). Piensan también que tiene elementos del MANDATO y por COMISION en ciertas modalidades e incluso agregan que goza de similitudes con el contrato de CORRETAJE, cuando el "underwriter" actúa sin adquirir en firme la emisión.

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 "underwriting" no se agota ni se circunscribe al prefianciamiento, 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 celebrado (Boneo y Barreira. Ob. Cit. p. 232).

Así, aunque en principio el "underwriting en firme" no difiere del contrato de suscripción, pues el "underwriter" se obliga a pagar por el monto suscrito, adquiriendo los derechos propios del accionista, sinem-

bargo, ya observamos que el "underwriter" se obliga a todo un conjunto de servicios.

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 y de su colocación de acciones o de bonos, etc.) (Villegas. Ob. Cit. p. 690).

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 dá a la comisión de bolsa. (Arrubla, Jaime Alberto. Ob. Cit. p. 423).

En la gran mayoría de los países, por ser el "underwriting" una práctica de utilización reciente, esta figura no tiene como contrato una reglamentación expresa. Por ejemplo, en la Argentina, predicen la atipicidad del contrato. (Villegas, Carlos Gilberto. Ob. Cit. p. 688).

En cuanto a sus demás CARACTERISTICAS señalamos que se trata de un contrato principal, consensual, oneroso y de acuerdo a su modalidad, puede ser de tracto sucesivo o de ejecución instantánea, es bilateral e inominado.

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 y otros valores, emitidos por sociedades por acciones.

PARTES INTERVINIENTES:

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

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

Se conoce también como LA EMISORA. Se trata de una Compañía privada o mixta, que en el contexto del país donde funciona constituye una empresa de tamaño relativamente grande. La emisora quiere la seguridad de que va a recibir una suma determinada por concepto de la emisión y generalmente no es especialista 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 intervencionistas. (Van Agtmael, Antoine 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).

La anterior sería la forma típica de la operación, pero también puede presentarse que una empresa propietaria de una cantidad importante de acciones o bonos en otra compañía decida acudir a este mecanismo para colocar sus valores en el mercado.

Según la legislación colombiana, tenemos las siguientes entidades que pueden ser emisoras:

1. La sociedad anónima: Estas sociedades pueden emitir acciones destinadas a su colocación en el público, aun cuando no se encuentren sometidas a la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades. La emisión de bonos por el contrario, solo pueden hacerla las sociedades anónimas que estén sujetas a la inspección y vigilancia del estado.

Es completamente razonable la libertad de realizar emisiones, 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.

Jurídicamente, la emisión de acciones es la creación, como título, de aquellas que se encuentran en reserva, para ponerlas en circulación.

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 ponerlo en circulación y que finalmente se traduce en su adquisición.

Para llegar a este punto, es necesario atender el procedimiento establecido en la ley, que comienza con lo que se conoce como el reglamento de colocación de acciones, que debe ser aprobado por la Asamblea General de Accionistas o por la Junta Directiva, según el caso. Este reglamento debe cumplir los requisitos mínimos establecidos en el artículo 386 del Código de Comercio.

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. También, si la emisión se pretende colocar mediante oferta pública, o sea cuando se dirija a persona indeterminada o por conducto de medio masivo de comunicación, el ente emisor debe estar inscrito en el Registro Nacional de Valores y, además, debe obtener autorización del Presidente de la Comisión Nacional de Valores (artículo 7. Ley 32 de 1979; artículo 8, numeral 4, decreto 831 de 1980).

En caso de omitirse la tramitación exigida para la vigilancia estatal, se tendrá como sanción, la ineficacia de los actos jurídicos celebrados sin la autorización (artículo 390, C. de Comercio y artículo 10 de la Ley 32 de 1979). Incluso, la Comisión Nacional de Valores puede llegar hasta el punto de ordenar la suspensión de operaciones a quienes sin su autorización realicen transacciones en el mercado de valores, sin perjuicio de las correspondientes sanciones pecuniarias.

La suscripción de acciones, como acto jurídico, 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 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 6. Comisión Nacional de Valores).

En Colombia, solamente las sociedades anónimas sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia de Sociedades (artículo 1 decreto 2059 de 1981; Artículo 1 Decreto 584 de 1983) y las Corporaciones Financieras, pueden emitir bonos para ser colocados en el público entendidos éstos como una parte alicuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad o entidad sujeta a la inspección y vigilancia

del Gobierno (artículo 752 del C. 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 ~~Comisión Nacional de Valores~~ ^{Superintendencia de Valores} (para formular oferta pública, previa la inscripción en el Registro Nacional de Valores) y la constitución de las respectivas garantías por parte de la entidad emisora (artículo 8, Decreto 1998 de 1972).

2. La Sociedad en Comandita por Acciones. También estas sociedades son emisoras de valores cuando se encuentran sometidas a la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades (artículo 347 del Código de Comercio).

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.

No hay normas específicas en nuestra legislación a las cuales deban sujetarse los documentos de crédito público que emita el Estado. Inclusive, se presentan conceptos de tratadistas que estiman que no son títulos valores los bonos creados por el estado, por carecer de eficacia para su cobro ejecutivo. Compete al Congreso, (artículo 76, numeral 22 de la C.N.) dictar las normas generales a las cuales deba sujetarse el Gobierno para organizar el crédito público.

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 (Art. 18 del decreto 1167 de 1.980; Art. 4, Resolución 1, Comisión Nacional de Valores) y sobre ellos es factible hacer oferta pública, sin el cumplimiento de trámite o formalidades especiales.

B. El "Underwriter". Es la corporación financiera o sociedad anónima comisionista de bolsa que se compromete a adquirir y colocar

la emisión en todo o en parte o simplemente a procurar su colocación. Se trata de una empresa con especial conocimiento del mercado de valores.

Se conoce también con la denominación inglesa "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 "underwriter":

1. Corporaciones Financieras. Desde su organización a comienzos de los años sesentas (decreto 2369 de 1.960) fueron autorizadas para colocar mediante comisión, obligaciones emitidas por terceros. Además, a dichas corporaciones se les permitió garantizar o no la colocación del total de determinada emisión. También se les permitió fomar por su cuenta y riesgo el total o parte de cierta emisión.

Estas entidades solamente han realizado algunas operaciones marginales, que durante los primeros años de funcionamiento de ellas no llegaron a superar los \$ 120 millones (Hugo Eduardo Ramírez Carrillo. **La Reducción en el Financiamiento por Bonos y Acciones en la Sociedad Anónima Colombiana.** Boletín de la Comisión Nacional de Valores. No. 4. BOGOTA 1.986. p. 69).

2. Sociedades Comisionistas de Bolsa. en vista de la no utilización del mecanismo por las corporaciones financieras, el Decreto 1172 de 1.980, decidió autorizar a los comisionistas de bolsa, que tengan la forma societaria de las anónimas, 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 una gran capacidad financiera.

Por ello el Gobierno, teniendo en cuenta las recomendaciones de expertos en la materia (Camilo Pieschacón y Hernán Pérez de Brigard,

enunciadas en su estudio "Bases para un mercado de "underwriting"), decidió dotar de recursos de 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 Empresarial.

También para incentivar la modalidad de la colocación en firme, el Gobierno estableció la posibilidad de dotar de recursos del Fondo de Capitalización Empresarial a las corporaciones financieras, cuando éstas se hubieren comprometido a colocar determinada emisión y no la hubieren logrado.

Estas son las medidas gubernamentales para incentivar el "underwriting", sin embargo, ello depende del deseo de las empresas de emitir, el cual se ve reducido por el fenómeno de la concentración accionaria, a la cual hicimos anteriormente referencia.

En los Estados Unidos los "underwriters" encargados de realizar operaciones de "underwriting" son los bancos de inversión o los agentes de valores. En los países europeos, se permite además que los bancos comerciales puedan actuar como "underwriters". En Latinoamérica, tomando el caso Brasileño, actúan como tales los bancos de inversión, las firmas corredoras de bolsa y las llamadas distribuidoras de valores. En Argentina la Ley 21.526 autoriza a los bancos comerciales a realizar todas aquellas operaciones que no se les prohíban expresamente por la Ley o por el Banco Central; por tanto, pueden actuar como "underwriters" los bancos comerciales, los bancos de inversión, las compañías financieras y los bancos de desarrollo.

3 LA SINDICACION. Si la cuantía del "underwriting" es pequeña en relación con el capital del "underwriter", éste puede decidir, tomar el riesgo total de la colocación de la emisión. Sin embargo, normalmente 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 valores (Van Agtmael. Ob.Cit. p. 17).

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

Típicamente, los "underwriters" se obligan sólo mancomunadamente y no solidariamente respecto a la compra de la emisión. Por ello, cada "underwriter" se hace responsable sólo de su cuota en la emisión, y no se obliga a responder por la de los 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.

D. Los suscriptores: Consideramos que no son parte del contrato de "underwriting", sin embargo, por ser parte en la operación financiera, debemos hacer mención de estos sujetos.

Los suscriptores son los adquirientes de los bonos o acciones ofrecidas como consecuencia de una operación "underwriting", y puede ser cualquier persona natural o jurídica. Quiero hacer especial referencia a los INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES, que son aquellas personas, que por su objeto o por disposición legal deben invertir en acciones o bonos de empresas estatales o privadas.

Podemos observar la siguiente clasificación: (Torrado. Ob.Cit. p. 28).

1. Corporaciones financieras: Además de intermediarias, pueden ser suscriptores, pues están autorizadas para invertir en acciones de sociedades manufactureras, agropecuarias o mineras (Art. 5 del Decreto 2461 de 1980) y de sociedades "leasing" (Decreto 148 de 1979) y de sociedades que fomenten la industria del turismo (Ley 60 de 1968), solo en ejercicio de su objeto.

Por mandato legal, deben invertir en títulos del FONDO FINANCIERO INDUSTRIAL (Res. 23 de 1981 de la Junta Monetaria), en títulos

nominativos del banco de la República (Res. 39 de 1978 de la Junta Monetaria) y en bonos de sociedades anónimas inscritas en bolsas de valores y Bonos de desarrollo Económico del Instituto de Fomento Industrial (decreto 3277 de 1980).

2. Compañías de Seguros Generales, de vida y reaseguros: Deben invertir en bonos industriales de garantía general emitidos por Bancos Hipotecarios, 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.

3. Sociedades de capitalización: Pueden invertir en acciones y bonos de Sociedades Anónimas, en bonos agrarios e industriales y en Corporaciones de Ahorro y Vivienda (Decreto 2165 de 1971 y 678 de 1972).

4. Fondos mutuos de inversión: Pueden invertir en acciones de sociedades anónimas y en comandita por acciones, bonos de sociedades anónimas. (≠)

(5. Sociedades administradoras de fondos de inversión: Deben invertir en acciones de sociedades anónimas nacionales, mixtas o extranjeras, en bonos emitidos por sociedades nacionales, en títulos financieros agroindustriales (Decreto 384 de 1980).)

El Gobierno Nacional expidió los Decretos Nrs. 2512, 2513, 2514 y 2515 de 1987, haciendo uso de facultades extraordinarias que para estimular los mecanismos institucionales que vinculen el ahorro de los trabajadores al mercado de capitales, le otorgó la ley de reforma tributaria de 1986.

CLASES DE "UNDERWRITING"

A. "Underwriting" en firme: En esta modalidad el "underwriter" adquiere la totalidad o parte de una emisión de valores, con el propósito de colocarlo entre el público inversionista, al precio que se le hubiere

establecido y durante un determinado plazo. En este evento el underwriter asume el riesgo de la colocación.

Esta modalidad supone una gran capacidad financiera del "underwriter". (Ver el tema en Arrubla. P., Jaime A. Ob. Cit. p. 422). 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 prorrata y la deben llevar a su propia cartera de inversiones hasta que logren venderla más adelante, frecuentemente a pérdida (Van Agtmael. Ob.Cit. p.6.).

La Comisión Nacional de Valores de Colombia, mediante resolución 193 de 1.981 dirigida a las sociedades Comisionistas de bolsa, dice en su artículo 2o.: "se considera operación por cuenta propia en el mercado primario de valores la temporal, dentro de la modalidad en firme, de toda o 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".

B. "Underwriter de Garantía". 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 no colocado en dicho plazo.

La Comisión Nacional de Valores, en la citada Resolución 193 de 1981, dice en su artículo 3, sobre esta modalidad: "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 en dicho plazo".



C. Colocación con base en mayores esfuerzos. En esta 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 del "underwriter", sino más bien de su experiencia como profesional en un mercado tan especializado.

D. "Underwriting todo o nada". Es una variedad del sistema de mejores esfuerzos, en la cual la entidad emisora se compromete a vender la emisión sólo en el caso de que el "underwriter" logre en 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.

ETAPA PRECONTRACTUAL

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 "underwriting" que quiere utilizar, y los demás términos y condiciones de la operación.

El "underwriting" escogido, procede a realizar una serie de funciones a saber:

1. Evalúa la capacidad de crédito de la potencial emisora y le da consejo sobre las posibilidades que tiene de ser aceptada en el mercado.
2. Le presenta opciones financieras a la emisora.
3. Sugiere el precio de la emisión.
4. Cuando sea necesario deberá formar el sindicato o consorcio de "underwriters" que se encargarán de colocar la emisión.

5. Se encarga de preparar el contrato de "underwriting" y el convenio entre los "underwriters" si es el caso.

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 el mayor miramiento y exactitud en estas actuaciones preliminares de las partes. La omisión de información o la negligencia en procesarla adecuadamente los harían responsables de los perjuicios que pudieran sobrevenir se realice o no el negocio proyectado. *(falta)*

OBLIGACIONES DE LAS PARTES

A. De la entidad encargante: Las obligaciones que corresponden a la entidad encargante dependen de la modalidad de "underwriting" que se trate. Observemos algunas según la clase de operación:

1. Informar al "underwriter" todo lo relacionado con la emisión con la debida anticipación, a fin de que éste pueda preveer 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. Notificar al "underwriter" de cualquier cambio o acontecimiento importante que signifique un cambio en la proyectada operación.
3. Pagar los gastos legales, de timbre e imprenta que suponga la emisión.
4. No utilizar otros "underwriters" diferentes a no ser que expresamente se haya autorizado en el convenio.
5. No vender ninguna acción o bono adicional o emitido anteriormente durante el período acordado para la operación.
6. Pagar la comisión convenida. En las modalidades de "underwriting" donde haya lugar a esta prestación, como por ejemplo, en el "underwriting" de garantía y en la colocación con base en mayores esfuerzos.

Como remuneración por sus servicios el "underwriter" recibe una comisión de administración sobre el monto total de la emisión, y también recibe una comisión de "underwriter" y una comisión de colocación.

B. Del "Underwriter": También dependen de la clase de "underwriting". Observemos algunas:

1. Realizar las gestiones tendientes a obtener las autorizaciones administrativas para realizar la oferta pública.
2. Adquirir la totalidad de la emisión. Es obligación propia en el "underwriting" en firme.
3. Respetar el precio y demás condiciones acordadas. 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 a las condiciones pactadas en el contrato.
4. Pagar a la empresa encargante el precio acordado por la emisión que adquiere.

En esta modalidad, la contraprestación propia para el "underwriter" será poder hacer suyo el mayor valor que obtenga en la colocación.

5. Colocar ante el público la emisión respectiva, al precio y condiciones previamente estipuladas. Lo que no haya podido colocar en el plazo señalado en el contrato, deberá adquirirlo el "underwriter" cuando se trata de la modalidad de garantía.

En esta modalidad, la contraprestación del "underwriter" tendrá dos variantes: una será una comisión por lo que haya logrado colocar entre el público; y en la otra, podrá hacer suyo el sobreprecio entre lo que paga y el mayor valor que obtiene.

6. Realizar las actividades promocionales de la emisión.
7. 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 de diligencia se presenta en la modalidad de colocación con base en mayores esfuerzos.

En esta clase de operaciones el underwriter tiene derecho a la comisión convenida para la operación.

8. La colocación de los títulos valores deberá realizarla dentro del plazo acordado para el efecto.
9. Hacerse cargo de toda la tramitación relacionada con el pago y entrega de valores.
10. Mantener la adecuada comunicación con la emisora y los miembros del sindicato (si lo hay) para la buena marcha de la operación.
11. Estabilizar el precio de la emisión por un cierto plazo después que se hayan ofrecido los valores a los inversionistas.
12. Atender todas las exigencias que demanden las autoridades reguladoras de la actividad.

RESPONSABILIDAD DE LA ENCARGANTE (EMISORA)

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.

RESPONSABILIDAD DEL "UNDERWRITER"

Una reflexión sobre la responsabilidad del "underwriter" tiene importancia en cualquiera de las modalidades de la operación. Siempre el "underwriter" tiene a su cargo la obligación de asesoramiento que le obliga a la mayor diligencia y cuidado en su función de consejo para con la emisora. Esta es una obligación de medio cuya inobservancia puede responsabilizarlo frente a la sociedad encargante.

Desafortunadamente, nuestra legislación mercantil no estableció en forma general una responsabilidad profesional para quienes se dedican a las actividades mercantiles de manera lucrativa y por ello debemos

guiamos en este contrato atípico por los cánones clásicos de la responsabilidad por culpa.

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

No obstante, no estamos de acuerdo con este esquema de la responsabilidad para el "underwriter". Tratándose de profesionales del comercio y de la actividad bancaria, la responsabilidad moderna debe fundamentarse en el riesgo profesional. Quien ejercita una actividad económica lucrándose de ella, debe asumir los riesgos inherentes a tal actividad y debe presumirse responsable, estableciendo un régimen de eximentes de responsabilidad que deberá acreditar para exonerarse.

"UNDERWRITING" Y DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

Es evidente que en el contrato de "underwriting" se debe estipular el respeto que debe darse al derecho de preferencia conferido por la ley o los estatutos sociales en favor de los antiguos accionistas. El derecho de preferencia no puede ser desconocido por la operación "underwriting", salvo que los estatutos sociales lo permitan.

Incluso, el derecho de preferencia es enunciado como una de las instituciones que se interponen para poder realizar las operaciones de "underwriting". Sería necesario que en futuras enmiendas al régimen de sociedades se estableciera la posibilidad de suspender el derecho de preferencia, con la mayoría que al efecto se estime, ante la necesidad que tenga la empresa para realizar operaciones de "underwriting".

En la legislación Colombiana la asamblea general de accionistas puede disponer que determinada emisión de acciones ordinaria sea colocada sin sujeción al derecho de preferencia, para lo cual se requerirá el voto favorable de no menos del setenta por ciento de las acciones presentes en la reunión (artículo 420 del C. de Comercio).

TÍTULOS VALORES QUE PUEDEN SER OBJETO DEL CONTRATO

Los títulos valores típicos que pueden emitir las sociedades anónimas son los bonos y las acciones.

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).

Los bonos son creados por declaraciones unilaterales de la sociedad o entidad pública, por acto Notarial en el que la misma creadora de los valores llama a intervenir a un representante de los futuros tenedores (Echeverri Sanín, Eugenio. **Títulos Valores**. 2da. Edición del Autor. Medellín. 1.975. p. 191).

Las principales características de los bonos son:

- Emisión a mediano y largo plazo.
- Rendimiento fijo a través del tiempo.
- Liquidez secundaria en las bolsas de valores.

La capacidad de emisión está restringida por los decretos 1998 de 1972, art. 1o. y 1914 de 1983, art. 2o. a determinadas sociedades anónimas: dice así la última norma: "Las sociedades anónimas sometidas al control y vigilancia de la superintendencia de sociedades, podrán emitir bonos para ser colocados en el público, siempre que en cada caso lo autorice la asamblea general de accionistas y que el monto de la emisión no exceda la suma de capital pagado y las reservas. Tratándose de bonos convertibles en acciones, se requerirá que éstas se encuentren inscritas al menos en una bolsa de valores".

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 de captación más eficaz que las acciones, pues estas últimas no garantizan al inversionista una rentabilidad segura, mientras los bonos están en capacidad de ofrecerla.

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

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

Desde el Decreto 1998 de 1972 se autorizó a las sociedades anónimas sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia de Sociedades e inscritas en bolsa a emitir esta clase de títulos.

ACCIONES: Este es el típico mecanismo para la capitalización de la sociedad anónima.

Sin embargo, el mercado de acciones permaneció desestimulado por muchos años, por múltiples factores que ya señalamos en la etapa introductoria. Vale recordar que la rentabilidad de las acciones no ha estado en posición competitiva con otros activos financieros, lo que constituye en factor desalentador para su mercado.

OTROS TITULOS: Nos preguntamos, si las empresas particulares podrán emitir otros títulos diferentes a las acciones o los bonos, a fin de que sean objeto de la operación underwriting?

La respuesta está directamente relacionada con la discusión doctrinal sobre si son taxativos o no los títulos valores que se contemplan en el código de comercio.

Los títulos valores innominados son producto de la costumbre o de un acto reflexivo de su creador, sin que tengan consideración especial en la ley. Estos surgen cuando se reúnen los requisitos mínimos para la existencia de un título valor, como lo previene el artículo 620 del Código de Comercio Colombiano. (Trujillo Calle, Bernardo. *de los Títulos Valores*. Ed- librería El Foro de la Justicia. Bogotá 1985, p. 156). Hay quienes opinan que no pueden darse en Colombia. Nos inclinamos por la tesis del profesor Trujillo Calle, quien sostiene que no hay duda de la fuerza creadora de la costumbre en este sentido (Trujillo Calle. *Ob. Cit.* p. 156).

La tesis se presenta además acorde con la característica de un adecuado mercado de capitales, como es la de ser lo suficientemente flexible y moldeable a los que experimente el tiempo en el que se vive, tanto en las instituciones como en los instrumentos con los cuales opera. Ello implica dejar abierta la creatividad y la posibilidad de crear diferentes instrumentos que se aoldean a las prácticas mercantiles y las exigencias contemporáneas.

De otro lado consideramos que el artículo 6 de la ley 32 de 1979 que creó la COMISION NACIONAL DE VALORES, no está constriñendo el mercado público de valores a las acciones o bonos. Dice así la norma: "Conforman el mercado público de valores la emisión, suscripción, interediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representación de mercancías".

De otro lado, las entidades estatales constantemente emiten certificados o títulos, que son estrictamente acciones o bonos y que ingresan al mercado público de valores.

Por lo anterior, opinamos que la operación underwriting no está restringida a las acciones o bonos, sino que puede versar sobre otros títulos, previa la autorización de la Comisión Nacional de Valores.

"UNDERWRITING" Y OFERTA PUBLICA

En el "underwriting en firme", el "underwriter" adquiere la emisión pero con el propósito de colocarla ante el público en el menor tiempo posible.

Para lograr este propósito, el "underwriter" queda sujeto al tráite la oferta pública, para efectos de la colocación de la emisión ante público inversionista, con la intervención de la Comisión Nacional de Valores.

(Falta) CONCLUSIONES

1. Se han dado los hechos económicos para que Colombia tienda a una revitalización de la sociedad anónima. Una de las posibilidades para

obtener el crecimiento económico indispensablemente sería acudiendo al mercado de valores.

2. La operación financiera de "underwriting", ha sido en el mundo un instrumento eficaz para lograr la capitalización empresarial.
3. En Colombia no está regulado el contrato de "underwriting" y consideramos que su especialidad, cuando la adquisición es en firme, nos permite hablar de un contrato atípico, que no encuentra regulación en ninguna otra figura existente. Le debemos dar un perfil autónomo para lograr una correcta regulación.
4. No es conveniente regular sobre el contrato, será necesario observar que problemas planteé su utilización, debemos dejar que los hechos precedan al derecho.
5. Se debe si, como efectivamente se está haciendo, realizar un control previo del contrato, pues por su destino final a los suscriptores inversionistas, los organismos reguladores deben proteger al público en general.

Se debe incrementar el control por parte del Estado para los contratos "underwriting" y sus derivados, a fin de proteger el ahorro del público.

Se debe incrementar la vigilancia sobre los "underwriter", para asegurar el éxito de las operaciones.