WILLIAM ESNEYDER HERNANDEZ MENDOZA

DECONSTRUYENDO EL *UNDERWRITING* DESDE LA ÓPTICA PRIVATISTA

NATURALEZA JURÍDICA DEL NEGOCIO

BOGOTÁ D.C.

2019

UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA

FACULTAD DE DERECHO

RECTOR:	**DR. JUAN CARLOS HENAO PEREZ**
SECRETARIA GENERAL:	**DRA. MARTHA HINESTROSA REY**
DECANA:	**DRA. ADRIANA ZAPATA GIRALDO**
DIRECTOR DEL DEPARTAMENTO DE DERECHO CIVIL:	**DR. JOSÉ FELIPE NAVIA ARROYO**
DIRECTORA DE TESIS:	**DRA. MARTHA LUCÍA NEME VILLAREAL**
PRESIDENTE DE TESIS:	**DR. MARTHA LUCÍA NEME VILLAREAL**
EVALUADORES:	**DRA. MARGARITA MORALES HUERTAS** **DR. CARLOS ALBERTO CHINCHILLA IMBETT**

CONTENIDO

Introducción 6

1. EL *UNDERWRITING* HA SURGIDO COMO UN EFICIENTE INSTRUMENTO DE DESARROLLO ECONÓMICO PARA LAS SOCIEDADES EMERGENTES EN EL SECTOR REAL 11

1.1. La primera manifestación de *undewriting* nació en respuesta a la necesidad de financiación de aventureros y mercaderes, su desarrollo posterior posicionó a las instituciones financieras como un pilar esencial en la operación. 11

1.2. La industria colombiana adoptó el *underwriting* como una vía de escape a las agresivas tasas de interés y la exclusión del mercado de valores 14

1.2.1. La especialización del sistema financiero es un factor clave en la recepción del underwriting en Colombia 16

1.2.2. Las Sociedades Anónimas del sector real fueron excluidas del mercado de valores, consolidando así la hegemonía de los intermediarios financieros 20

1.2.3. El debate sobre la admisibilidad del underwriting en nuestro Ordenamiento Jurídico concluyó que sí es posible llevar a cabo la operación en Colombia 22

2. LA COMPLEJA ESTRUCTURA DE LA OPERACIÓN DE *UNDERWRITING* SE TORNA COMPRENSIBLE AL SER VISTA ATRAVÉS DEL LENTE DE UNA CONCEPCIÓN SISTEMÁTICA DEL DERECHO, DEVELANDO ASÍ LA NATURALEZA DE UN NEGOCIO JURÍDICO ÓPTIMO PARA EL CUMPLIMIENTO DE DIVERSAS FUNCIONES ECONÓMICAS 31

2.1. A nivel global se acepta un mismo concepto de underwriting 31

2.2. Los elementos del *underwriting* lo identifican como un negocio jurídico viable en el Ordenamiento Jurídico colombiano 34

2.2.1. Se deben cumplir requisitos muy específicos para ser jurídicamente capaz de realizar la operación 34

2.2.1.1. El modelo societario debe permitir la emisión de valores y su colocación por un intermediario 35

2.2.1.2. El carácter reglado de la actividad financiera y bursátil faculta a unas pocas instituciones del sistema financiero con la posibilidad de celebrar el contrato de underwriting.....36

2.2.2. El objeto del underwriting no es otro que otorgar financiación al emisor 45

2.2.3. La solemnidad no forma parte de los elementos esenciales del underwriting 49

2.3. Las modalidades de *underwriting* dan lugar a diferentes funciones económicas dentro del mismo contrato.....50

2.3.1. El underwriting en firme promueve el movimiento del tráfico comercial.....51

2.3.2. El underwriting en garantía asegura un porcentaje de éxito en la operación 52

2.3.3. El underwrinting al mejor esfuerzo otorga tranquilidad al emisor..53

2.3.4. El underwrinting de todo o nada carece de seriedad 54

3. LA AUTONOMÍA CONTRACTUAL ENCAUZA LA FUNCIÓN TÍPICA DEL *UNDERWRITING*55

3.1. La autonomía contractual funciona como vehículo de disposición de los intereses particulares, manifestados en negocios típicos o atípicos 55

3.2. El contrato es contenedor de funciones generales y particulares, según la disposición de las partes 58

3.2.1. La función típica general es la base de todo contrato, sea típico o atípico 58

3.2.2. Función específica: la función individual del contrato se postula como un derivado de la autonomía contractual merecedor de tutela jurídica, independientemente de su contemplación legal.....60

3.3. Función del *underwriting*: ¿comisión? ¿gestión de negocios? ¿fiducia? ¿compraventa de valores? ¿Mandato?.....69

CONCLUSIONES 74

BIBLIOGRAFÍA.....77

Introducción

El gran crecimiento económico que ha traído consigo la revolución industrial, la diversificación de la economía y, en suma, el acelerado modelo de producción que exige incesantemente la satisfacción de las exigencias del mercado, han acarreado que todos los sectores industriales se vean en la necesidad de ingeniar maneras alternas de financiación para sus empresas, bien sea para crecer, bien sea para innovar. Una de las causas más probables de esto, es la amplia difusión del modelo económico capitalista y la consolidación de robustos sistemas financieros que obligaron a las industrias, durante el siglo XIX y XX, a endeudarse con la banca para la obtención de financiación mediante créditos y préstamos.

En respuesta a ello, el tráfico comercial, en principio informal, tomó una antigua práctica comercial utilizada por los mercaderes y navegantes ingleses en los tiempos de la colonización americana, para revivirla y adaptarla a la modernidad. Tal práctica, que inicialmente consistía en la distribución del riesgo que el embarcarse en una aventura comercial hacia el nuevo mundo implicaba, ha venido transformándose hasta convertirse en un eficiente esquema de financiación de las sociedades mercantiles, en donde un intermediario financiero, un experto en el mercado de valores, asume el riesgo de la colocación de bonos o acciones de una sociedad ávida de recursos, al propio tiempo que la asesora en la emisión de estos.

De este modo, durante los últimos dos siglos el *underwriting* de valores[1] se ha desarrollado como un elemento de financiación alternativa, propicio para el crecimiento de las sociedades industriales jóvenes, pues permite su expansión mediante la venta de valores[2] en el mercado. Asimismo, se posiciona como un

[1] Lo diferenciamos del *underwriting* de seguros; pues a pesar de que ambos comparten el mismo origen, son negocios totalmente diferentes. En adelante nos referiremos al *underwriting* de valores, objeto de este trabajo, únicamente como *underwriting.*

[2] Según lo dispuesto por el artículo segundo de la Ley 964 de 2005, "por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores", el término 'valor' ha de entenderse como "todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto

instrumento clave para sobrellevar los intempestivos cambios en las tasas de interés que los créditos experimentan en tiempos de fluctuación macroeconómica.

No obstante, su importancia como instrumento de financiación en el mercado, se ha dejado de lado el estudio jurídico en rigor acerca de la naturaleza concreta y tratamiento que debe otorgársele al contrato de *underwriting*. Llama la atención particularmente el hecho de que la más autorizada doctrina nacional destina poco o ningún espacio, dentro del estudio de los contratos, a esta operación.

En vista de la novedad de la operación económica que subyace en el contrato[3] y de su estructura que no encaja dentro de la de aquellos contratos que nuestra tradición enseña, este ha sido catalogado por la doctrina como un contrato atípico.

Las entidades de control nacionales han dado los primeros pasos en el estudio del contrato, pronunciándose tímida y ocasionalmente al respecto. No obstante, han sido el mercado y la costumbre quienes han tomado las riendas del asunto. Por ello, corresponde a la academia discernir los elementos que la figura ofrece, establecer su verdadera naturaleza jurídica y comprender las vicisitudes a la hora de ser recibida por nuestro ordenamiento jurídico.

En ese orden de ideas, el *quid* esencial del debate acerca de la naturaleza del *underwriting* se mueve en el campo de la tipicidad, pues las resultas de esta discusión definirán el régimen jurídico aplicable al mismo. Al respecto cabe señalar de una parte, que de la esencia del contrato es posible derivar características que lo asimilan a contratos plenamente reconocidos y disciplinados en el ordenamiento, como los derivados del mandato y de la fiducia, mientras que, de otra parte, el asunto se torna álgido al evidenciar que diferentes

---

o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes: a) Las acciones; b) Los bonos; c) Los papeles comerciales; d) Los certificados de depósito de mercancías; e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; f) Cualquier título representativo de capital de riesgo; g) Los certificados de depósito a término; h) Las aceptaciones bancarias; i) Las cédulas hipotecarias; j) Cualquier título de deuda pública".

[3] "Las situaciones, las relaciones, los intereses que constituyen la sustancia real de cada contrato se pueden resumir en la idea de *operación económica*". ROPPO, Enzo. *Il Contratto*. Bologna: Società Editrice Il Mulino, 1977, p. 9.

normas del sistema financiero, que han reglado el cauce que debe seguir la operación en aspectos muy puntuales, parecerían asimilarlo al género próximo de algunos contratos atípicos, lo cual siembra la duda sobre su verdadera naturaleza jurídica.

Estudiar el contrato de *underwriting* bajo la lupa del derecho privado, es absolutamente relevante, pues como instrumento para la obtención de recursos provenientes del mercado financiero debe ser analizado con todo el rigor que el delicado equilibrio económico del sistema financiero demanda; lo cual implica abordar las categorías sustanciales de la *natura contractus*, de la causa fin y objeto del contrato, las concordancias y disimilitudes con contratos típicos de larga tradición en el derecho civil, en fin, abordar la especificidad del contrato desde la matriz del derecho civil, incluso, si fuera el caso, para estudiarlo desde una teoría general de los contratos atípicos.

Pensamos que, en virtud de la relevante función social que este contrato representa, además de su capacidad para movilizar grandes volúmenes de capital en el mercado de valores, es relevante que la academia observe detalladamente esta operación, identifique las vicisitudes, dificultades y fricciones que la figura genera al ser integrada en nuestro sistema jurídico contractual. El estudio minucioso de la operación y las aristas que la rodean previene que se cometan imprecisiones que deriven en la concreción de riesgos que pongan en peligro la economía de las sociedades usuarias del *underwriting* y, colateralmente, de todos los consumidores y proveedores de servicios financieros.

El *underwriting* se postula a sí mismo como una aparente síntesis de contratos que permite una eficiente financiación de la empresa. Jurídicamente es menester tener claridad respecto del tratamiento que debe darle nuestro ordenamiento jurídico: ¿es en realidad una síntesis de contratos? ¿Es un contrato atípico? ¿Es admisible la operación en el ordenamiento jurídico colombiano? y si lo fuese, ¿en qué términos? Todas estas dudas se solventan al determinar la naturaleza jurídica de la operación en general y, en particular, de cada una de las maneras en las que se manifiesta este instrumento.

En ese sentido, el objetivo general de este estudio consiste en develar con exactitud la naturaleza jurídica y tipo contractual en que mejor encajaría el negocio de *underwriting*. Con tal propósito examinaremos el tratamiento actual del contrato en el ordenamiento jurídico colombiano y expondremos los roces que surgen al integrar esta operación en el tráfico comercial del mundo financiero; asimismo, veremos las dificultades interpretativas y la asimilación que cada una de sus modalidades parece tener con específicos contratos típicos de nuestro ordenamiento.

En particular, vamos a contrastar la estructura de cada una de las manifestaciones del contrato de *underwriting* frente a las típicas obligaciones de los contratos de mandato, comisión y fiducia, principalmente. Esto con el propósito de revelar si en realidad su estructura se acomoda a la de uno de estos tipos, o si, por el contrario, es una construcción que se erige como un modelo autónomo, aislado y diametralmente distante de cualquier similitud con las figuras previstas por la normatividad Tal análisis nos llevará a realizar un detallado exámen de las disposiciones, conceptos y normas que conocen del contrato de *underwriting* y someterlas al análisis que la teoría del negocio jurídico ofrece para develar definitivamente cada uno de sus elementos, detallar sus particularidades y presentar la verdadera naturaleza jurídica de la operación.

Siendo ello así, en primer lugar, haremos una breve exposición del origen del contrato y su posterior evolución hasta concretarse en el esquema que conocemos actualmente; asimismo, presentaremos el contexto en que el mercado colombiano permitió su entrada, las condiciones macroeconómicas que posibilitaron su aceptación y el debate sobre su viabilidad en la realidad del mercado. A renglón seguido nos sumergiremos en lo profundo de la normativa del sistema financiero para descubrir todas las minucias que se esconden tras la aceptación de la figura en Colombia, la definiremos y veremos cómo las detalladas reglas construyen los elementos de un negocio jurídico. Por último, abordaremos los más profundos filamentos que constituyen el tejido esencial que sostiene al *underwriting*: la autonomía contractual, la función del contrato y el tipo contractual; todo ello con el propósito de arribar por fin a la misteriosa naturaleza

jurídica de la operación, de cara a la legislación vigente y sin dejar de lado las precisiones teóricas de la tradición y el negocio jurídico.

1. EL *UNDERWRITING* HA SURGIDO COMO UN EFICIENTE INSTRUMENTO DE DESARROLLO ECONÓMICO PARA LAS SOCIEDADES EMERGENTES EN EL SECTOR REAL

La globalización ha permitido nutrir el arsenal jurídico y comercial de las sociedades contemporáneas. El *underwriting*, en nuestro caso, es producto de esa realidad. Al ser el centro de este escrito, es imprescindible conocer el origen histórico de la figura, su origen foráneo, las condiciones económicas en las que alcanzó nuestras latitudes y las discordancias legales que pudo haber encontrado a su entrada en nuestro terreno jurídico. Esta perspectiva histórico-jurídica será la sólida plataforma que soporte las consideraciones de los capítulos siguientes.

Además de su origen histórico, el presente capitulo expone la significativa importancia que durante el siglo XX representó el *underwriting*, de cara a las dificultades económicas que aquejaron al país y a los retos técnicos que en materia jurídica dificultan, aún en la actualidad, la total comprensión y aceptación de la figura en Colombia.

En ese orden de ideas, en primer lugar, abordaremos de manera sintética el nacimiento, desarrollo y expansión de la operación, y, en segundo lugar, examinaremos su recepción en Colombia, deteniéndonos en el estado del sistema financiero y su desarrollo, para posteriormente finalizar con las discusiones que, respecto de la viabilidad de la figura, se han provocado en nuestro sistema.

1.1. La primera manifestación de *undewriting* nació en respuesta a la necesidad de financiación de aventureros y mercaderes, su desarrollo posterior posicionó a las instituciones financieras como un pilar esencial en la operación.

Los orígenes de este esquema contractual se remontan a la Inglaterra del siglo XVII[4], tiempos aquellos que sirven de inspiración para las historias y cuentos de piratas. Es casi legendaria la aparición del *underwriting*, pues su génesis se da

[4] LOUGH, William. *Business Finance, A Practical Study of Financial Management in Private Business Concerns*. Ronald Press Company: Ann Arbor, 1917, p. 339.

en el marco de las aventuras emprendidas por la *British East India Company*, en las cuales los naufragios y ataques de piratas en la carrera por el control del caribe eran frecuentes. Es muy probable que el nacimiento de dicha figura contractual haya tenido lugar en el Café Lloyd's de Londres, lugar de reunión por excelencia de comerciantes y mercaderes de la época[5], donde a menudo se negociaban y sellaban acuerdos[6].

En este contexto, apostar por emprender misiones a las Américas era un negocio altamente rentable, pero, así mismo, altamente riesgoso. Sin embargo, tan largas y peligrosas travesías demandaban una gran cantidad de recursos, los cuales no eran poseídos en su totalidad por cada uno de los comerciantes; de manera que, ante la falta de apoyo financiero, se llegó a la ideación del esquema prístino de *underwriting*[7]. Figura conforme a la cual varios mercaderes y otros inversores se repartían los riesgos de la empresa, haciendo aportes bajo la promesa de obtener beneficios superiores a la contribución[8], de resultar exitosa la misión[9].

Con tal propósito, la carta de embarque de la nave destinada a enrumbarse hacia el nuevo mundo era presentada a los inversionistas. En esta, cada uno suscribía con su firma el compromiso sobre los bienes, la provisión o el personal, con los que se comprometía a financiar la empresa, de ahí proviene el nombre de *underwriting*[10].

Desafortunadamente, incluso los aportes realizados por los asistentes al café Lloyds's y los inversores locales próximos al oficio, resultaron ser insuficientes cuando el horizonte de los emprendimientos se expandió. Adicionalmente, intentar convencer a personas ajenas al negocio a invertir su capital en misiones

---

[5] CONYNGTON, Thomas. *Corporation Procedure.* The Ronald Press Company: New York, 1922. p. 837.
[6] STEVENSON, George. "Underwriting". *The Annals of the American Academy of Political and Society Science.* 1925, vol. 25, p. 62.
[7] Ibid.
[8] CONYNGTON, Thomas. *Corporation Procedure.* Cit.
[9] BEATTIE, Andrew. "History of Insurance". En *Investopedia*. Disponible en: https://www.investopedia.com/articles/08/history-of-insurance.asp
[10] California Insurance CE. "Introduction to underwriting". P. 4. Disponible en: https://www.ceclass.com/164.pdf; y, COVERHOUND. "What is Insurance Underwriting?". 2012. Disponible en: https://coverhound.com/insurance-learning-center/what-is-insurance-underwriting

que podrían resultar en un total fracaso, era una pretensión imposible de lograr. Por esta razón, los comerciantes se vieron obligados a acudir a los bancos, no para pedir préstamos o mutuos, pues éstos no estaban dispuestos a asumir tales riesgos, sino para proponerles que fungieran como mediadores entre los potenciales inversores y sus deseos de zarpar hacia América. De este modo, inversionistas ajenos al oficio hicieron los aportes necesarios para llevar a cabo las travesías hacia el nuevo mundo, pues los bancos, en los que además de dinero también habían depositado su confianza, les recomendaban invertir en tales empresas. Lógicamente, los bancos se encargaban de usar su experticia y atraer nuevos recursos a cambio de una comisión pagada por los comerciantes que saciaban su necesidad de capital[11].

Posteriormente, en la Inglaterra del siglo XIX, motivados por el gran progreso industrial de la época[12] y el desarrollo de novedosas actividades lucrativas, los comerciantes se vieron impulsados a buscar más financiación. Para ello, acudieron de nuevo a los bancos con el propósito de vender, a través de éstos, títulos valores de deuda al público y financiar así sus nuevas empresas. En las décadas venideras se refinó aún más la figura del *underwriting* y su utilización fue expandida por toda Europa[13].

La fusión de las anteriores circunstancias históricas en el crisol del tráfico comercial dio como resultado un esquema contractual en el cual un comerciante con interés en capitalizar su actividad utiliza al *underwriter* como intermediario, para que éste se valga de su experticia y prestigio con el propósito atraer inversionistas que, del mismo modo que los marineros en el Café Llyod's, financien la empresa del comerciante. Ante lo cual, el *underwriter* recibe a cambio una comisión o remuneración por sus servicios y, al propio tiempo, los inversionistas obtienen a cambio de su dinero un 'valor', en el que consta un

[11] STEVENSON, George. "Underwriting". Cit., p. 63.
[12] Dado en gran parte por las riquezas sustraídas de América. GALEANO, Eduardo. *Las Venas Abiertas de América Latina.* Séptima edición, Buenos Aires: Siglo Veintiuno Editores, 1974, *p*. 269 y ss.
[13] STEVENSON, George. "Underwriting". Cit., p. 63.

compromiso de obtener rendimientos producto de la actividad que han financiado. Fue así como nació el *underwriting* de valores.

En la actualidad, por virtud de los procesos de globalización, la figura se ha extendido hasta nuestras latitudes, donde se ha anclado principalmente en Brasil y en México[14]; lugares estos en los que desde los años sesenta la flexibilización de las condiciones tributarias y los avances en la legislación financiera y bursátil promovieron una mayor inversión y movimiento en el sector financiero, lo cual, en gran medida, permitió el desarrollo y la expansión del *underwriting*. Desde entonces, dichos países se encuentran aventajados en la materia[15].

En Colombia se habla de *underwriting* cada vez más desde las últimas décadas del siglo XX[16], cuando las empresas tuvieron que buscar alternativas de financiación en vista de las crisis económicas que por esos tiempos atravesaba el país[17].

1.2. La industria colombiana adoptó el *underwriting* como una vía de escape a las agresivas tasas de interés y la exclusión del mercado de valores

En Colombia el *underwriting* ha calado de manera singular. Es necesario retornar a las primeras décadas del siglo XX para entender el proceso de inclusión de la

---

[14] TABOADA, Jorge; GOMEZ, Carlos y LLANO, Enrique. "Funciones económicas y financieras del Contrato de Underwriting". *Revista de Derecho Privado.*1990, No. 7, vol. 5, Bogotá: Temis, 1990*,* pp. 51 - 75.

[15] VAN AGTMEL, Antonie. "Underwriting in Emerging Securities Markets the Experiences of: Brazil, Korea, Mexico, Tailand, Argentina, Jordan, Chile, Nigeria, Venezuela and Indonesia". En: *Seminario sobre Underwriting de Valores.* Bogotá: Comisión Nacional de Valores, 1984, p. 1 y ss.

[16] Si bien nuestro ordenamiento jurídico no ha disciplinado y definido específicamente el *Underwriting*, desde el decreto 2461 de 1980, ya derogado, se habló de la operación en esencia, así, el numeral 3 del artículo 5 del mencionado decreto indicaba que "las corporaciones financieras sólo podrán realizar las siguientes operaciones: (...) 3. Colocar, mediante comisión, acciones y bonos emitidos por empresas manufactureras, agropecuarias o mineras o 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". Posteriormente, la Superintendencia Bancaria, hoy Superintendencia Financiera, se pronunció en varias ocasiones mediante conceptos y resoluciones que tratan tangencialmente el tema.

[17] Comisión Nacional de Valores, "El significado del seminario sobre underwriting de valores*",* en *Seminario sobre Underwriting de valores*. Bogotá: Comisión Nacional de Valores, 1984, p. 1 y ss.

figura en el tráfico comercial colombiano. En dicha época, de la mano con las misiones Kemmerer, surgió el Banco de la Republica y la Superintendencia Bancaria, lo cual ciertamente introdujo organización y estabilidad en el sistema financiero. Este nuevo orden trajo como consecuencia un creciente volumen de inversión extranjera[18] y dio lugar a que las más grandes empresas nacionales vivieran una acelerada expansión.

En este contexto, las sociedades jurídicas más competitivas, tanto del sector real como financiero, se organizaron bajo la figura de sociedades anónimas, lo cual, adicionado a la creación de la Bolsa de Bogotá en 1928, les permitió obtener una importante financiación. Este proceso provocó que las sociedades más grandes absorbieran a la competencia de inferior tamaño, incluyendo a los pequeños competidores, transformándolos en accionistas de las sociedades más competitivas del respectivo sector. Las múltiples fusiones entre sociedades de la época generarían posteriormente la proliferación de monopolios y oligopolios en los mercados colombianos[19], impidiendo así el florecimiento de las pequeñas y medianas empresas que aún se tambaleaban en el sector industrial.

No obstante, como veremos a continuación, las instituciones que participaban en el mercado y hacían parte del sector financiero, se hallaban en una etapa primitiva de su desarrollo, pues carecían de la especialización de su actividad según el tipo de operación económica que llevaban a cabo. Esta situación, cambiaría paulatinamente junto con el crecimiento del sistema crediticio, ocasionando un auge seguido de un acelerado descenso del crecimiento en las sociedades emergentes del sector real, lo cual concluiría con la exclusión de las sociedades anónimas del mercado financiero, arrebatándoles su función de financiamiento empresarial. Toda esta situación encontrará su desenlace a fínales del siglo XX, cuando se llegó a la discusión acerca de cuáles de las ya

[18] "Colombia fue el país latinoamericano que tuvo un mayor crecimiento, en términos porcentuales, de la inversión por parte de los Estados Unidos en la década de 1920 y, sin lugar a dudas, la misión Kemmerer de 1923 desempeñó un papel imprescindible en este desarrollo". MEISEL, Adolfo; LÓPEZ, Alejandro y RUIZ, Francisco. *Kemmerer y el Banco de La República.* Bogotá: Banco de la Republica, 1994, p. 7.

[19] HOMMES, Rudolf. "Evolución histórica del mercado de acciones en Colombia. No existía en esa época un mercado de capitales organizado, que hiciera posible la emisión de bonos a largo plazo", en *seminario sobre Underwriting de Valores.* Bogotá: Comisión Nacional de valores, 1984, p. 3

especializadas instituciones integrantes del sistema financiero estarían facultadas para llevar a cabo operaciones de *underwriting,* como alternativa de financiación empresarial.

1.2.1. La especialización del sistema financiero es un factor clave en la recepción del underwriting *en Colombia*

Antes de la misión Kemmerer no existía en Colombia un sistema de banca especializada y una clara división de los nichos de mercado[20]. Ello se manifiestó en el hecho de que, como consecuencia de dicha misión, con la ley 45 de 1923, se empezó a delinear con más claridad cada una de las diferentes operaciones autorizadas a las entidades financieras[21]. En virtud de dicha norma, los bancos estaban autorizados para llevar a cabo operaciones de depósito, colocación, fiducia y negociación de valores; cada una de esas operaciones se encuadraba dentro de lo que aquella ley denominó como "sección comercial", una figura creada con el propósito de poder dotar a los bancos de tales facultades, sin la necesidad de crear instituciones financieras que se encargaran de ello individualmente. Esta circunstancia ramificó la estructura de las entidades bancarias, únicas instituciones financieras en dicho momento, en diferentes especialidades o 'secciones comerciales'.

A partir de allí, el sistema financiero fue paulatinamente especializándose y asignando a las diferentes entidades financieras, que posteriormente harían su aparición, una especialidad o nicho de mercado determinado. A lo anterior se

---

[20] "Este término [nicho de mercado] empleado en el área de la mercadotecnia, se utiliza para referirse a un grupo de clientes potenciales que comparten características parecidas que los hacen receptivos a un producto o servicio en particular", de este modo, entendemos el concepto de 'nicho de mercado' como las diferentes áreas en las que se presta un determinado servicio financiero. Es decir que en cada nicho de mercado se prestan servicios financieros muy particulares y especializados. PANZARELLI, Amalia y PIQUERO, Jaime. "Nicho de Mercado". *Revista Dermatología Venezolana.* 2008, vol. 46, no. 1, Caracas: Sociedad Venezolana de Dermatología Médica, quirúrgica y Estética, p.3.

[21] "El colapso monetario y crediticio, y la consecuente deflación que se produjo en el país durante los años iniciales de la Gran Depresión que se inició en 1929, generaron un fuerte giro en la regulación monetaria, cambiaria y crediticia, introducidas en 1923. Sus elementos habían sido la creación del Banco de la Republica y la Superintendencia Bancaria, y la expedición de las normas que regulaban el sistema financiero bajo un modelo de intermediarios especializados". OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Bogotá: El Tiempo Casa Editorial, 2015, p. 39.

sumó la intervención que desde los años treinta, en el marco de la segunda misión Kemmerer y la crisis de 1929, empezó a tener el gobierno nacional en la actividad financiera[22]; lo cual dio como resultado la creación de nuevas entidades financieras durante las décadas venideras, concretamente, con el propósito de estimular lo que se conocería como 'crédito de fomento'[23].

De este modo, a finales de la década de los cincuenta surgieron las corporaciones financieras, con el objeto de "encauzar la colocación de capitales nacionales y extranjeros para la financiación de la producción, especialmente la destinada a la exportación"[24], es decir, su propósito apuntaba a la financiación del sector real[25]. En este punto, la Superintendencia Bancaria restringió el ingreso de nuevos intermediarios en el mercado, incluso llegó a negar las licencias para abrir nuevas corporaciones financieras, estimulando de esa manera la aparición de innovadoras instituciones financieras[26].

---

[22] "Aunque ya desde los años treinta del siglo pasado, el Estado colombiano había empezado a invertir de forma cada vez más activa en el sistema financiero, fue a partir de la década de los cincuenta, y en particular, de la reforma de 1951, que se adoptó un esquema estructurado de intervención en el manejo crediticio". OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 29.

[23] El desarrollo de diversas entidades financieras con funciones especializadas está muy estrechamente relacionado con la evolución del sistema crediticio. RICÓN CÁRDENAS, Erik. "La Ley 45 de 1990 – La Transición de la Banca Especializada a la Banca Múltiple". En: *El sistema financiero del siglo XXI a partir de la ley 45 de 1990.* Bogotá: Editorial Universidad del Rosario, 2011, p. 59 – 78.

[24] La Junta Militar del Gobierno. Decreto Legislativo 336, "Por el cual se autoriza la creación de Corporaciones Financieras, y se fomenta la exportación de manufacturas nacionales". Bogotá, 1927, Art. 1. Es destacable el hecho de que actualmente el objeto de dichas corporaciones es "la movilización de recursos y la asignación de capital para promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de cualquier tipo de empresas, como también para participar en su capital, promover la participación de terceros, otorgarles financiación a mediano y largo plazo y ofrecerles servicios financieros especializados que contribuyan a su desarrollo". Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663 de 1993, "por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración", art. 11.

[25] "De hecho, durante esta época, surgió la percepción de la insuficiencia del financiamiento de la industria, lo cual llevó a la creación de las corporaciones financieras en 1957 (Decreto 336), en calidad de organismos especializados en la concesión de créditos de mediano y largo plazo, y con la facultad de invertir capital de riesgo en las empresas correspondientes (González y García 2002). Esta reforma introdujo, de alguna manera, una nueva orientación de la política de intervención: la creación de nuevas entidades privadas especializadas para llevar a cabo funciones de intermediación financiera". OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 46.

[26] HOMMES, Rudolf. "Reforma Financiera". En: *Evolución, Crisis y Reforma del Sistema Financiero.* Mauricio Avella [compilador]. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia, 1987, p. 206 y 207.

En este contexto, en la década de los años sesenta surgieron las sociedades conocidas como compañías de financiamiento comercial, cuyo propósito era, básicamente, facilitar la financiación de actividades comerciales mediante el otorgamiento de créditos. Inicialmente estas instituciones financieras no se hallaban bajo la vigilancia de la superintendencia Bancaria, razón por la cual, en la década de los setenta fueron expedidos varios Decretos[27] con el propósito de cobijarlas bajo el régimen de deberes exigible a los establecimientos bancarios, darles el *nomen* de 'compañias de financiamiento comercial', e igualmente, ponerlas bajo la vigilancia y control de la Superintendencia Bancaria. Por otro lado, también es destacable la creación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en 1972 cuyas operaciones se regían por la extinta Unidad de Poder Adquisitivo Constante UPAC[28].

Con la introducción de estas dos últimas instituciones, ligadas a la política de fomento crediticio y financiación del sector real, se consolidó el sistema de intermediación financiera especializada[29], cuya semilla fue plantada por las misiones Kemmerer en las primeras décadas del siglo XX.

[27] Al estar fuera del manto de vigilancia de la Superintendencia Financiera, carecían de una denominación formal, razón por la cual la primera reglamentación respecto de ellas las agrupó en el conjunto de las "actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los fondos privados de ahorro". Presidente de la República. Decreto Constitucional 1773, "Por medio de la cual se establece control sobre las actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los fondos provenientes del ahorro privado". Bogotá, 1973, Art. 1; En el mismo sentido, se reguló la actividad de tales instituciones financieras, estableciendo los parámetros de creación de las sociedades jurídicas que llevaran a cabo dichas actividades y otorgándoles un plazo prudencial para realizar los cambios. Presidente de la República. Decreto Ordinario 971, "Por medio del cual se establecen normas de control para las personas naturales o jurídicas que manejen, aprovechen o inviertan fondos provenientes del ahorro privado". Bogotá, 1974; Adicionalmente, antes de finalizar la década, Las Compañías de financiamiento comercial fueron incluidas dentro de la 'formalidad' al establecerse sus actividades permitidas (asignación de un nicho de mercado), fijar los requisitos para el ejercicio de sus actividades, dotarlas de un nombre formal y reiterar su sumisión a la Superintendencia Bancaria. Presidente de la República. Decreto Constitucional 1970, "Por el cual se modifica el régimen jurídico de las personas que se dedican a las actividades de intermediación financiera". Bogotá, 1979.

[28] OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 52.

[29] OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 64.

Sin embargo, el conjunto de dificultades económicas y financieras presente entre 1982 y 1986[30], junto a la reducción del 'crédito de fomento' que ello trajo aparejada, y la "ampliación de las operaciones que podían hacer los diferentes intermediarios"[31], introducida por las reformas de final de siglo, implicó el decaimiento de la estricta intermediación financiera especializada, permitiendo un margen de operación más amplio a cada una de ellas [32]. De este modo, el nuevo siglo recibió un sistema financiero que no distingue tajantemente entre nichos de mercado, un sistema a medio camino entre la especialización de sus entidades financieras y la multibanca[33].

Visto así el desarrollo de la especialización del sistema financiero, se evidencia cómo el fomento del acceso al crédito para el sector real motivó el surgimiento de diversas entidades encargadas de la consecución de recursos necesarios para la financiación empresarial. Esto impulsó el sector real mediante la financiación crediticia, pero, simultáneamente, excluyó de plano la participación directa de las sociedades anónimas en el mercado de valores como recurso para la financiación de las sociedades carentes de capital, tal como veremos a continuación.

---

[30] OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 123.

[31] OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 123.

[32] "Así, por ejemplo, las CAV quedaron autorizadas a captar y prestar en pesos o en Upac y también para prestar para consumo o expedir tarjetas de crédito, en tanto que los bancos quedaron autorizados para captar y prestar en Upac y captar ahorros con rendimiento diario (el 'paga diario', vigente desde 1990). Cabe agregar que desde 1989 los bancos habían quedado autorizados a prestar a largo plazo con un sistema que permitía capitalizar una parte de los intereses, lo cual hizo estos préstamos más similares a los del sistema Upac". OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 104 y 123.

[33] La posibilidad de multibanca en Colombia se manifestó con las reformas introducidas por las leyes 45 de 1990 y 222 de 1995 en la última década del siglo XX. La primera permitió la inversión en otras entidades financieras, propiciando el esquema de 'matrices y filiales', mientras que la segunda formalizó los conglomerados financieros, definiéndolos como un grupo de entidades financieras con "unidad de propósito y dirección". Esto significa que, si bien no se permite un ilimitado catálogo de operaciones más allá de las autorizadas a cada institución financiera, sí se permite la existencia de una misma familia empresarial compuesta por entidades capaces de llevar a cabo, mediante la suma de las funciones individuales de cada una, la totalidad de operaciones posibles en el mercado financiero.

1.2.2. Las Sociedades Anónimas del sector real fueron excluidas del mercado de valores, consolidando así la hegemonía de los intermediarios financieros

Teniendo en cuenta la proliferación de las sociedades anónimas y el acelerado crecimiento que estas experimentaron a raíz de la creación de la Bolsa de Valores de Colombia, es destacable el hecho de que "[l]a organización bancaria que indujo la misión Kemmerer en los años 20 no le permitió a la banca sino operaciones de corto plazo, impidiendo que la banca comercial contribuyera a la financiación industrial"[34]. Esta situación condujo a que la capitalización mediante la colocación directa de acciones en el mercado de valores por parte de las sociedades anónimas fuera por varias décadas la mejor forma de financiación empresarial[35].

No obstante, la situación empezó a cambiar en los años cincuenta, pues se otorgó al banco central el rol de fomentar la industria a través del financiamiento de la producción y la capacidad de intervenir en el mercado a través de la flexibilización de las tasas y los encajes, promoviendo así el acceso al crédito en las actividades agrícolas, industriales y comerciales del país[36]. Esto trajo como consecuencia que para finales de los años sesenta la sociedad anónima hubiera perdido su protagonismo en la consecución de recursos para la actividad empresarial del sector real, y su lugar fuera tomado por la financiación crediticia.

En 1974, junto con la reforma financiera, creció notablemente el ahorro financiero, se flexibilizaron las tasas de interés y se facilitó el acceso al crédito

[34] HOMMES, Rudolf. "Evolución histórica del mercado de acciones en Colombia. No existía en esa época un mercado de capitales organizado, que hiciera posible la emisión de bonos a largo plazo". Cit., p. 3 y ss.

[35] "A partir de 1930, durante los primeros años de la crisis, los industriales colombianos perdieron dos fuentes de recursos muy importantes -los créditos externos y, debido a las pérdidas producidas por la crisis, buena parte de sus reservas internas-. Esta circunstancia incitó a un nuevo auge de la sociedad anónima, que trajo consigo nuevas fusiones y consolidaciones, y la colocación de acciones entre muchos accionistas pequeños". Ibíd.

[36] La primera manifestación de atribución de funciones al Banco de la República con miras al desarrollo económico del país se dio con el Decreto Legislativo 384 de 1950, "Por el cual se dictan algunas medidas sobre fomento de la economía nacional", con el cual se promueve la concesión de créditos a mediano y largo plazo, y el Decreto Ley 756 de 1951, "Por el cual se dictan disposiciones sobre el Banco de la República", el cual otorga facultades de intervención en la economía y el fomento del crédito.

en el sector industrial[37], al propio tiempo que se excluyó de tajo a las sociedades anónimas, provenientes del sector real, del sistema financiero y del mercado de valores, de tal manera que fueron relegadas a participar en el mercado accionario a través de los intermediarios financieros[38].

Para comienzos de la década de los ochenta, las tasas de interés habían tenido un incremento de más de diez puntos porcentuales[39]. Esto contribuyó a la aparición de la crisis financiera de 1982 y al incremento del endeudamiento con el sector financiero, por parte de las sociedades anónimas[40].

Esta circunstancia llevó a que el sector privado volviese la mirada, de nuevo, al mercado de valores, en busca de fuentes de financiación menos agresivas que los tradicionales créditos. Sin embargo, ya era demasiado tarde, pues la consolidación de los intermediarios financieros especializados como únicos actores en el mercado de valores, y la reforma de 1974 que dio solidez a tal esquema[41], excluyeron de plano la posibilidad de la participación de sociedades

---

[37] "A mediados de 1971, el grupo creado para el estudio de las instituciones financieras rindió informe al presidente de la República, en el cual recomendaba la necesidad de una reforma financiera y presentaba las pautas que debía contener. La primera de ellas, liberar las tasas de interés con el objeto de aumentar el ahorro, y la segunda, dejar a las libres fuerzas de mercado la asignación de los recursos. Estos dos elementos marcan la pauta ideológica de la reforma financiera de 1974". MISAS ARANGO, Grabriel. "El estado y el desarrollo del sector financiero". En: en *Evolución, Crisis y Reforma del Sistema Financiero.* Mauricio Avella [compilador]. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia, 1987, p. 63.

[38] HOMMES, Rudolf. "Evolución histórica del mercado de acciones en Colombia. No existía en esa época un mercado de capitales organizado, que hiciera posible la emisión de bonos a largo plazo". Cit., p. 18 y 19.

[39] OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 82.

[40] El economista José Antonio Ocampo nos explica que la causa del endeudamiento y la preferencia del adquirir deudas con el sistema crediticio se encuentra en otros aspectos; afirma así que "una de las contrapartidas más importantes de este proceso [la evolución del sistema crediticio] fue el endeudamiento creciente de las sociedades no financieras, que mostró una tendencia ascendente (medida como pasivos externos a totales) desde comienzos de los cincuenta, con una ligera pausa en la segunda mitad de los sesenta. La creciente preferencia por el endeudamiento sobre los aportes accionarios, que habían sido dominantes históricamente, estuvo ligada (…) a problemas tributarios, en especial a la introducción de la doble tributación en 1953 y a los aumentos posteriores de la tarifa de impuestos las sociedades. El problema se agudizará (...) con la financiación persistente que se entronizó en el país desde mediados de los años setenta". OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 52.

[41] Desde la comisión para la reforma financiera se propuso que el sistema financiero estuviera compuesto por tres instituciones de intermediación financiera, entre los cuales se encuentran los establecimientos de crédito, los inversionistas institucionales y las entidades de servicios financieros. Dentro de los primeros se encuentran los Bancos, las Corporaciones de ahorro y

ajenas al mercado de valores sin el previo cumplimiento de estrictos y dispendiosos requisitos legales, que veremos más adelante, y asumiendo el riesgo de carecer de la experticia técnica que toda emisión demanda; lo cual los empujó inexorablemente a utilizar intermediarios, expertos y capacitados, para negociar en dicho mercado.

La situación descrita permitió que el esquema planteado por el *underwriting* se posicionara como un instrumento de alta relevancia para la consecución de recursos por parte de las sociedades, tanto emergentes como las ya establecidas, en el sector real. La operación sirve como puente que permite la circulación de los recursos provenientes del mercado de valores, pasando por los intermediarios, hasta llegar las empresas del sector real. Es por ello una importantísima herramienta de financiación para que los pequeños y medianos empresarios puedan "dar el salto tecnológico"[42], a través de la inyección de nuevos recursos, sin tener que someterse a las agresivas y cambiantes tasas de interés que caracterizan al mutuo comercial.

1.2.3. El debate sobre la admisibilidad del **underwriting** *en nuestro Ordenamiento Jurídico concluyó que sí es posible llevar a cabo la operación en Colombia*

La última década del siglo XX inició con la proclamación de la Constitución de 1991, la cual vino acompañada de grandes reformas en materia financiera y bursátil. Es destacable la inclusión en la Constitución de la función de vigilancia y control que debe llevar a cabo el Estado respecto de la actividad financiera y bursátil, pues es considerada como un interés público[43]. En ese sentido, es necesario que el Estado colombiano brinde su visto bueno antes que cualquier persona lleve a cabo alguna actividad financiera o bursátil. Asimismo, el objeto

---

vivienda, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial; dentro de los segundos se encuentran las compañías de seguros, las sociedades administradoras de inversión y los fondos mutuos; por último, las terceras están compuestas por las sociedades administradoras de inversión, de leasing y las sociedades fiduciarias. HOMMES, Rudolf. "Reforma Financiera". Cit., p. 207.

[42] HOMMES, Rudolf. "Evolución histórica del mercado de acciones en Colombia. No existía en esa época un mercado de capitales organizado, que hiciera posible la emisión de bonos a largo plazo". Cit., p. 32 y 33.

[43] Constitución Política de Colombia de 1991, art. 335.

social de todas las instituciones financieras es señalado por la ley, y estas no podrán llevar a cabo operaciones diferentes a las que la ley les autoriza.

Respecto de las instituciones financieras en capacidad de llevar a cabo operaciones de *underwriting* y la admisibilidad misma de la operación, las superintendencias Bancaria y de Valores, entidades delegadas para la vigilancia, inspección y control de aquellas, tuvieron fluidos diálogos en la década de los noventa.

Antes de exponer tales discusiones, es necesario recordar que, como vimos, desde la ley 45 de 1923 los bancos llevaban a cabo operaciones más allá de su estricto nicho de mercado, cual es servir de depositarios y colocar dinero en el mercado a través de préstamos con interés; con tal propósito, fueron creadas las 'secciones comerciales', mediante las cuales, las instituciones bancarías fungían como instituciones fiduciarias. Esta peculiar y excepcional forma de multibanca logró sobrevivir al movimiento de especialización de las entidades financieras mediante la forma de 'sección fiduciaria' al interior de los bancos. Sin embargo, la ley 45 de 1990, acabó con el último vestigio de las 'secciones comerciales', al desligar la 'sección fiduciaria' de los bancos y únicamente permitir la actividad fiduciaria a través de instituciones especializadas en ello. Cabe aclarar que esto no significaba que la única posibilidad de llevar negocios fiduciarios fuese mediante de los bancos, pues también existían sociedades fiduciarias, enteramente dedicadas a dicha actividad. De esta manera, las entidades bancarias perdieron la facultad de obrar como fiduciarias y culminó el proceso de especialización de los intermediarios financieros.

La antesala del debate estuvo precedida por pronunciamientos de ambas superintendencias en la década de los ochenta. La primera en pronunciarse al respecto fue la Superintendencia de Valores, la cual, en 1986, consideró que la operación de *underwriting,* era viable en la modalidad en firme[44] y que las

[44] En virtud de esta modalidad el *underwriter* adquiere o prefinancia la totalidad de la emisión de valores de su cliente, la sociedad del sector real interesada en financiar su actividad por este medio. En ese sentido, el *underwriter* inyecta capital a la empresa ávida de recursos al propio tiempo que asume todo el riesgo de la colocación de los valores en el mercado. Esta modalidad es diametralmente opuesta a la modalidad 'al mejor esfuerzo', en la cual el *underwriter* no

sociedades fiduciarias estaban facultadas para llevarla a cabo. Para sustentar su postura, la Superintendencia argumentó que la operación respetaba las reglas típicas del contrato, siempre y cuando se entendiera que el *underwriter* no adquiriría definitivamente los títulos no clocados en el mercado, "puesto que estos tendrían que traspasarse a los constituyentes al finalizar el plazo previsto para el contrato de fiducia"[45].

En el mismo sentido, la Superintendencia Bancaria en 1987, estimó que la operación podía llevarse a cabo por las entidades bancarias, mediante un encargo fiduciario o a través una fiducia mercantil. Sin embargo, solo eran admisibles las modalidades al mejor esfuerzo y en garantía con la condición de que se le permitiese a la entidad bancaria adquirir, a título propio o por cuenta del emisor, los valores objeto de la operación. Esta opinión fue modificada en 1990, cuando la Superintendencia negó la posibilidad de llevar a cabo la operación por parte de las sociedades fiduciarias y las secciones fiduciarias de los bancos, pues, según expuso, tales entidades no están autorizadas por la ley para fungir como intermediarios de valores, función que aparece como fundamental en el *underwriting*[46]. A esta opinión se adhirió la Superintendencia de Valores en septiembre de 1992[47].

No obstante lo anterior, a finales de 1992, la Superintendencia Bancaria retomó la postura de aceptación de la viabilidad de la operación, afirmando que las sociedades fiduciarias sí podían obrar como "agentes de transferencia y registro de valores", según las operaciones autorizadas por el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero vigente en ese momento[48]. Asimismo, arguyó que ser agente de transferencia y registro de valores significaba servir como intermediario en el mercado público de valores, sin dejar de lado la necesaria inscripción de los valores en el registro nacional de valores. Adicionalmente, explicó que la

adquiere ni prefinancia la emisión de valores, sino que se compromete a llevar a cabo el mayor esfuerzo en la colocación de la emisión en el mercado, sin que se garantice la efectividad de la operación ni se asuma riesgo alguno por parte suya. El tema de las diferentes modalidades del negocio, se tratará en el segundo capítulo de esta obra.

[45] Superintendencia de Valores. Concepto DJ P 36 de 1986.

[46] Superintendencia Bancaria. Concepto 121-90026873-1 del 8 de agosto de 1990.

[47] Superintendencia de Valores. Concepto 01/003933 del 21 de septiembre de 1992.

[48] Presidente de la República. Decreto 1730 de 1991, "por el cual se expide el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero". Art. 2.1.3.1.1, lit. C.

actividad de intermediación realizada en la operación es de medio y no de resultado, con lo cual no se contrarían las facultades propias de la actividad fiduciaria, ni el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. En ese sentido, entendió que las sociedades fiduciarias estaban habilitadas legalmente para llevar a cabo la operación de *underwriting* al mejor esfuerzo; sin embargo, rechazó tal posibilidad respecto de las modalidades en firme y en garantía, en tanto que en estas la entidad asumiría una obligación de resultado y tomaría posición propia, lo cual les está proscrito[49].

En el año 1993 la Superintendencia Bancaria ratificó su posición, considerando que la operación de *underwriting* al mejor esfuerzo está permitida para las sociedades fiduciarias y los establecimientos de crédito que obren como agentes de transferencia y registro de valores, en tanto que la operación es una especie de agenciamiento comercial para la transferencia y registro de valores[50].

Todo lo anterior dio un giro copernicano en 1997, cuando la Superintendencia de Valores, consideró que la autorización para ser agente de transferencia, no implicaba una autorización para realizar operaciones de *underwriting*[51]. En este pronunciamiento la Superintendencia explica que es un error pensar que la denominación 'agente de transferencia' permite ser intermediario, y que tal error radica en que, por un lado, se mal entiende el término 'agente' y se lo asocia con la agencia comercial, negocio según el cual el 'agente' actúa con poder de otro para gestionar[52] sus negocios. Sin embargo, dilucida que aún si pudiera entenderse que el agente de transferencia lleva a cabo la actividad de la agencia comercial, no podría ser intermediario, pues la definición y explicación legal de la agencia comercial y las tareas que esta engloba excluye la colocación de valores, pues la de colocación es una actividad de intermediación que, como todas, está sometida a una regulación específica. En adición a lo anterior, afirma

[49] Superintendencia Bancaria. Concepto 90007954-51992 del 19 de noviembre de 1992.
[50] Superintendencia Bancaria. Concepto 93013004-21993 del 12 de noviembre de 1993.
[51] Superintendencia de Valores. Concepto 9701026-11997 del 28 de enero de 1997.
[52] Conforme con la posición de la Superintendencia de Valores, no se debe dejar de lado que el Código de Comercio define la agencia comercial como un encargo de "promover o explotar negocios en un determinado ramo y dentro de una zona prefijada en el territorio nacional, como representante o agente de un empresario (…)". Código de Comercio, decreto 410 de 1971, "por el cual se expide el Código de Comercio", art. 1317.

que, si el negocio a explotar en dicha agencia fuese la colocación de valores, estaríamos sólo frente a eso, una simple colocación de valores, no frente a una operación de *underwriting,* pues esta implica aspectos técnicos adicionales, como el volumen, la duración, el intervalo entre emisiones, etc. Por otro lado, asevera que el error también reside en el entendimiento de la expresión 'transferencia', la cual puede significar, basándose en la definición dada por la Real Academia de la lengua Española, mover una cosa de un lugar a otro o ceder el derecho de dominio que se tiene sobre un bien, lo cual no tiene relación alguna con el *underwriting*, debido a que esta operación implica un esquema de labores y aspectos mucho más complejos que la simple transferencia de la titularidad de un bien.

Sostuvo además la Superintendencia de valores en el citado pronunciamiento del año 1997 que el 'agente de transferencia' no es un intermediario, pues no interviene, ni compra, ni vende valores, tampoco representa a ninguna de las partes, ni las acerca o pone en contacto a un oferente con un demandante de valores; la verdadera función del agente de transferencia es prestar servicios instrumentales, y servicios técnicos adyacentes, para lograr el traspaso material de papeles ya vendidos, partiendo de la base de un negocio ya celebrado, sin que dicho agente haya participado en tal operación. En consecuencia, modifica las posturas planteadas en los pronunciamientos de las Superintendencias Bancaria y de Valores en los años anteriores, afirmando que las sociedades fiduciarias no pueden llevar a cabo *underwriting* ni siquiera en la modalidad al mejor esfuerzo, pues deduce que las obligaciones asumidas en la operación no son puramente de medio, como se afirmó, sino que en fases previas y posteriores surgen obligaciones que son puras y simples o condicionales, como la eventual prefinanciación en las modalidades en firme y en garantía; particularmente, respecto de la modalidad al mejor esfuerzo, se requiere 'un nivel de diligencia adicional al de la mera obligación de medio' de llevar a cabo la obligación suscrita, así como que en todo caso esta presente la obligación de asesoramiento y estructuración de la operación, lo cual no hace parte de los típicos negocios de fiducia mercantil y encargo fiduciario.

Finalmente, recuerda la Superintendencia de Valores que en 1996 la Sala General de esa misma corporación[53] afirmó que comprar y vender valores mediante los contratos de fiducia mercantil y encargo fiduciario constituía una actividad de intermediación, sin embargo, ello no fue tipificado ni calificado como *underwriting*; no obstante lo anterior, acepta la viabilidad de la operación por parte de las sociedades comisionistas de bolsa, las corporaciones financieras y los establecimientos de crédito para la colocación de TES en el mercado primario, pues la ley sí los autoriza para ello.

En 1998 la referida posición se atemperó en la medida en que la Superintendencia de Valores hizo un particular análisis de la naturaleza del *underwriting* al mejor esfuerzo[54], considerando que se trata de una operación en la cual el *underwriter* no asume el riesgo de la colocación ni asegura el éxito en la misma, solo se compromete a utilizar todo su prestigio y experticia con miras al éxito de la colocación[55]. En su análisis, la entidad señala que la naturaleza del *underwriting* al mejor esfuerzo es la de ser un mandato mercantil, pues, a parte de la asesoría previa a la emisión, el *underwriter* se obliga a celebrar o ejecutar actos de comercio por cuenta del emisor; pero no siempre el *underwriter* actúa en representación del mandante, por lo que la Superintendencia sostiene que en este caso el elemento esencial del mandato mercantil lo constituye el obrar por cuenta ajena y en cumplimiento del encargo encomendado.

Continúa la entidad evaluando la posibilidad de llevar a cabo la operación de *underwriting* al mejor esfuerzo por parte de las sociedades fiduciarias, para lo cual examina la viabilidad de la operación a través del encargo fiduciario. En su análisis cataloga este contrato como un negocio de confianza, al propio tiempo que lo asimila al mandato, y en sus efectos, al mandato irrevocable. Esto lo sustenta en el hecho de que el encargo fiduciario es una actividad en la que la fiduciaria llevará a cabo un conjunto de actividades tendientes al cumplimiento del propósito encomendado por el fideicomitente; y resalta que la entrega de

[53] Superintendencia de Valores. Resolución 1201 de 1996, “por medio de la cual se expiden normas en relación con la actividad de intermediación de valores en el mercado público y su ejercicio por parte de los intermediarios de valores”.
[54] Superintendencia de Valores. Concepto No. 9717992 de 1998.
[55] Ibíd.

bienes que hace el fiduciante a la institución fiduciaria no se hace para transferir el dominio de estos, sino la mera tenencia. Adicionalmente, recuerda que el numeral primero del artículo 146 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero dispone la aplicación al encargo fiduciario de las normas respecto del contrato de fiducia mercantil, así como las normas sobre mandato mercantil contenidas en el Código de Comercio, el cual remite, en últimas, al mandato civil. Por todo ello, la entidad entiende que es viable llevar a cabo *underwriting* al mejor esfuerzo mediante un encargo fiduciario.

Concluye su análisis cotejando las operaciones que la ley autoriza llevar a cabo a las sociedades fiduciarias. En efecto, el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero les autoriza la celebración de encargos fiduciarios. Asimismo, en desarrollo de la operación, es necesario usar las facultades de asesoría y fungir como agente de transferencia, igualmente autorizadas por la norma. Por otro lado, retoma los pronunciamientos anteriores sobre la materia y afirma que la noción de "agente y agenciamiento en las legislaciones mercantil, financiera y aseguradora, con toda claridad entraña la capacidad de intermediación en el respectivo mercado"[56]. En ese orden de ideas, la Superintendencia de Valores asevera que las entidades fiduciarias pueden llevar a cabo *underwriting* al mejor esfuerzo; no obstante, respecto del *underwriting* en firme, sostiene que no es una operación viable para las instituciones fiduciarias en tanto constituye una forma de emisión indirecta, operación no autorizada por el Estatuto Financiero a estas entidades, además de que de dicha operación emergerían obligaciones de resultado en lo atinente a la prefinanciación[57]. En este pronunciamiento la superintendencia no se refirió a la modalidad en garantía, sin embargo, pensamos que, siguiendo la lógica de la entidad, no ve con buenos ojos la posibilidad de llevar a cabo esta operación por parte de las sociedades fiduciarias, pues esta sería una obligación condicional, ciertamente sujeta al *alea* del mercado, un gran riesgo que no estaría autorizado por la ley.

[56] Ibíd.
[57] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663 de 1993, artículo 29, núm. 3.

De esta manera se abrió la puerta para que las Sociedades Fiduciarias lleven a cabo operaciones de *underwritig* en la modalidad al mejor esfuerzo, sin dejar de lado por ello, la posibilidad de su realización por otras entidades del sistema financiero.

Recién iniciado el nuevo siglo la Superintendencia de Valores puso de presente la capacidad de las sociedades comisionistas de bolsa de llevar a cabo diferentes modalidades de *underwriting*[58]. Si bien estas sociedades no son consideradas como instituciones del sistema financiero[59], vale la pena tomar en cuenta su capacidad para llevar a cabo la operación y las consideraciones que respecto de ellas tuvo, en el año 2000, la Superintendencia. En esa ocasión, la entidad manifiestó que desde la ley 45 de 1990, las comisionistas de bolsa estaban expresamente autorizadas para colocar valores por cuenta propia o garantizando la totalidad o parte de la emisión; es decir, que desde entonces están expresamente autorizadas para llevar a cabo *underwriting* en firme y en garantía, tanto en el mercado primario como en el secundario[60].

Esto nos ilustra respecto de la importancia que los así llamados 'estatutos especiales' tienen dentro del sistema financiero colombiano, pues, como hemos logrado vislumbrar, el logro de la especialización de la actividad de las entidades en el mercado financiero, considerada como uno de los grandes logros de la segunda mitad del siglo XX, ha venido desdibujando con el ánimo de hacer el sistema financiero más competitivo[61], que la han llevado no solo a aceptar los conglomerados financieros, sino incluso a incursionar en el modelo de la multibanca. Ello ha generado controversias respecto de las funciones de determinadas entidades del sistema, lo cual se agrava por causa de las lagunas

[58] Superintendencia de Valores. Concepto 97-12261 del 2000.
[59] Dentro de la normativa que ordena el sistema financiero nacional están excluidas las sociedades comisionistas de bolsa, pues la norma no las identifica dentro de alguno de los cinco posibles géneros de instituciones que pueden hacer parte del sistema. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663 de 1993, artículo 1.
[60] Superintendencia de Valores. Concepto 97-12261 del 2000.
[61] OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Cit., p. 123.

dejadas por los cuerpos jurídicos que rigen el sistema financiero, tal como se expuso respecto de las sociedades fiduciarias y el *underwriting*.

Hemos visto hasta aquí la opinión[62] de las entidades encargadas de la inspección y vigilancia del sector financiero. Desde entonces no ha habido pronunciamientos de fondo por parte alguna Superintendencia respecto del *underwriting*, su aceptación y la posibilidad de algunas de las entidades del sistema financiero de llevarlo a cabo; solamente se ha hablado tangencialmente de la figura, dando por hecho que es perfectamente viable llevarla a cabo y que el comercio conoce su contenido.

Provisionalmente podemos afirmar que, con base en la normatividad vigente, en la actualidad las entidades facultadas para llevar a cabo operaciones de *underwriting* en todas sus modalidades son las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas de bolsa. Por su parte, las compañías de financiamiento solamente pueden llevar a cabo contratos de underwriting al mejor esfuerzo. Por último, las sociedades fiduciarias están facultadas, de manera muy restringida, para realizar operaciones de *underwriting* al mejor esfuerzo, a través de encargo fiduciario, respecto de bonos emitidos por un numero plural de sociedades que tengan el respaldo de un establecimiento de crédito que sea deudor solidario o avalista. Sin embargo, esto se tratará a fondo cuando analicemos los requisitos que la normativa financiera exige para ser jurídicamente capaz de realizar contratos de *underwriting.*

[62] Hay que recordar que los Conceptos no son vinculantes. COLOMBIA. Consejo de Estado, Sección Primera. Sentencia No. 11001 0324 000 2007 00050 01. M.P. Rafael Ostau de Lafont Pianetta, 2010.

2. LA COMPLEJA ESTRUCTURA DE LA OPERACIÓN DE *UNDERWRITING* SE TORNA COMPRENSIBLE AL SER VISTA A TRAVÉS DEL LENTE DE UNA CONCEPCIÓN SISTEMÁTICA DEL DERECHO, DEVELANDO ASÍ LA NATURALEZA DE UN NEGOCIO JURÍDICO ÓPTIMO PARA EL CUMPLIMIENTO DE DIVERSAS FUNCIONES ECONÓMICAS

Visto el surgimiento y desarrollo del *underwriting* hasta arribar a nuestras latitudes, se ha plantado el terreno para ver el florecimiento del negocio en la práctica comercial de la realidad jurídica actual. En el presente capitulo nos ocuparemos de desentrañar la figura del *underwriting*, oculto tras los ropajes de un contrato atípico, foráneo, extraño a nuestra realidad jurídica, en el que probablemente encontremos un negocio jurídico robusto y bien enraizado en nuestro ordenamiento.

Al enfrentar las características de la operación con los detallados requisitos que nuestra legislación reclama de la misma, se evidencia un claro empalme entre la extranjera figura y la propia configuración jurídica de la teoría general del contrato presente en nuestra tradición. De manera que, no obstante, las copiosas exigencias que la normatividad vigente plantea para la realización del *underwriting* en el ámbito del mercado financiero, resulta posible vislumbrar la efectiva viabilidad de la operación, como surge del análisis de los elementos, esenciales y accidentales, de este negocio.

Con tal propósito, el paso a seguir será buscar una definición sobre la cual construir el estudio de los elementos esenciales, la función, modalidades y elementos naturales de la operación.

2.1. A nivel global se acepta un mismo concepto de underwriting

Desde la doctrina angloparlante se han delineado los elementos esenciales y estructura de la operación. La definen como la actividad en que una entidad "compra una nueva emisión (...) para revenderla en el público a cambio de un beneficio"[63]. Allí se ha venido hablando de las diferentes modalidades de *underwriting*, pero, sobre todo, se ha puesto el acento en que, transversalmente,

[63] Business Dictionary. "*Underwriter".* Disponible en: http://www.businessdictionary.com/definition/underwriter.html

todas tienen en común a una entidad financiera que recibe, toda o parte de una emisión de valores de la sociedad ávida de recursos, según se acuerde, durante un periodo determinado, con el objeto de que el *underwriter* coloque esta emisión en la oferta pública y, de tratarse de una operación bajo la modalidad en firme, suscriba los valores que no logre vender al precio fijado[64].

Por su parte, en la experiencia inglesa se lo cataloga como un contrato entre la empresa emisora y el *underwriter* "concerniente al ofrecimiento de *securities*"[65], por virtud del cual, el *underwriter*, se compromete a adquirir y revender una emisión en el mercado público de valores. De este modo, los norteamericanos y anglosajones, pioneros en la materia, marcan un claro derrotero de lo que debe ser entendido por *underwriting*.

Tomando como ejemplo tales experiencias, los ordenamientos de nuestros hermanos latinoamericanos han coadyubado la concepción unitaria de *underwriting*. En ese sentido, en Perú y Ecuador[66] es definido como un contrato en que una entidad financiera lleva a cabo una financiación para la emisión de títulos valores de una empresa o sociedad comercial "para su posterior colocación entre el público"[67]. En el mismo sentido, en Costa Rica lo definen como un convenio para el acceso de las empresas al mercado de capitales, el cual se logra mediante la prefinanciación de títulos valores emitidos por una sociedad, los cuales serán posteriormente colocados en el mercado[68]. Por su parte, en Brasil es tenido como un instrumento de distribución de acciones que se lleva a cabo mediante un intermediario, o *underwriter*, que se encarga de

---

[64] CONYNGTON, Thomas. *Corporation Procedure.* New York: The Ronald Press Company, 1922, p. 837.

[65] REUTERS, Thomson, Practical Law. *Underwriting Agreement.* Disponible en: *https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-382-3889?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1*

[66] AUQUILLA, Remigio y SERRANO, Juan. *El Contrato de Underwriting*. Trabajo de graduación previo a la obtención del título de Abogado de los Tribunales de Justicia de la República [Ecuador]. 2016, Cuenca: Universidad del Azuay, p. 18 y 19. Disponible en: http://dspace.uazuay.edu.ec/bitstream/datos/5788/1/12108.pdf

[67] FERNANDEZ, Jórge. "Contrato de Underwriting. Problemas de incorporación en el sistema jurídico romanista". *Revista Ius Et Veritas*. 1998, no. 17, Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, p. 74 - 86.

[68] ROMERO, Jorge. "Underwriting: Contrato Financiero Moderno". *Revista de Ciencias Jurídicas.* 2006, No. 109, p. 95. Disponible en: http://files.gerenciafinanciera.webnode.es/200000077-6007461fb9/juridicas-109-05.pdf

colocar la emisión en la oferta pública[69]. A su vez, en argentina es definido como un contrato en el que una entidad financiera se obliga a ofrecer servicios se asesoría y prefinanciar la emisión de títulos valores de una sociedad comercial[70].

En nuestro País, la Superintendencia de Valores se aventuró a definirlo como un contrato en el cual un intermediario, financiero o bursátil, contribuye para que una sociedad que busca emitir valores pueda efectivamente colocarlos en el mercado[71]. Con miras al análisis que se hará más adelante, es pertinente esgrimir una definición que agrupe los elementos esenciales que a nivel global se presentan respecto del *underwriting*, haciendo las precisiones que nuestro ordenamiento demanda. Así, pensamos que, tal como lo trata la doctrina nacional, sin dejar de lado su naturaleza contractual, sería mejor hablar de "instrumento financiero" u "operación financiera"[72], en la que una sociedad comercial que requiere recursos para desarrollar su empresa, emite valores con tal propósito, y, a efectos de lograr su colocación, acude a un intermediario, denominado *underwriter*, quien por su experticia y conocimiento del sector bursátil y el mercado de valores, brinda una completa asesoría al emisor y le sirve como vehículo de colocación en el mercado para los valores emitidos, a cambio de una comisión pagada por el emisor; con lo que se logra un beneficio reciproco[73]. Es resaltable el hecho de que la operación puede tener variables o modalidades en las que puede o no haber prefinanciación y en donde la

---

[69] Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. "Abertura de Capital". Disponible en: http://ibmec.org.br/empresario/financiamento-de-empresas/abertura-de-capital/

[70] MARTINEZ, Fernando. "Financiación Empresaria y contrato de Underwriting". *Revista de Derecho Empresario* [En línea]. 2005, No. 2, Disponible en: http://www.ijeditores.com.ar/articulos.php?idarticulo=36829&print=1

[71] Superintendencia Financiera de Colombia. Síntesis de Conceptos. Boletín 01, Bogotá, 1998.

[72] ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. *Contratos Mercantiles: Contratos atípicos.* Octava edición, Bogotá: Legis, 2015, p. 237.

[73] Esta es nuestra propia definición de la figura, elaborada, entre otros, a partir de la puntual exposición de definiciones de diversos autores que realiza Argüello en su trabajo de grado. ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Trabajo de Grado. Bogotá, Pontificia Universidad Javeriana, 2013, pp. 31 - 34. Disponible en: https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/9974/ArguelloLievanoCamilo2013.pdf?sequence=1&isAllowed=y

distribución de los riesgos fluctúa, tal como veremos adelante. Por ahora, teniendo esta enunciación como base, analizaremos a fondo la operación.

2.2. Los elementos del *underwriting* lo identifican como un negocio jurídico viable en el Ordenamiento Jurídico colombiano

Ateniéndonos a la anterior definición de *underwriting*, se ve claramente la opción de desglosar sus elementos partiendo desde la perspectiva y herramientas que nos otorga la teoría del negocio jurídico. Al mirarlo desde esta óptica podremos descubrir los elementos propios de este negocio y las obligaciones que lo componen[74], así como su similitud y diferencia con figuras afines en nuestro ordenamiento. Siendo ello así, a continuación profundizamos en los "requisitos para obligarse"[75] en cuanto presupuestos de validez del negocio jurídico de *underwriting*.

2.2.1. Se deben cumplir requisitos muy específicos para ser jurídicamente capaz de realizar la operación

La capacidad debe ser entendida como la "aptitud"[76] de cualquiera persona para ser sujeto de derechos[77]. Según nuestra normativa, toda persona, natural o jurídica, es capaz de gozar de sus derechos, de ejercerlos y de obligarse por sí misma[78], exceptuando las limitaciones que la ley establezca[79]. Puntualmente, las personas jurídicas adquieren su capacidad en virtud del reconocimiento que el

[74] "'Las cosas de la esencia' o elementos fundamentales del negocio se confunden con su contenido elemental y con los efectos característicos de la figura específica, al punto que vale tanto mencionar su nombre como sus resultados de rigor, pues exige entre ellos una real sinonimia y correspondencia inalterable por disposición particular". HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. II. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2015, p. 117

[75] Código Civil, ley 57 de 1887, art. 1502.

[76] HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. II. Cit., p. 209.

[77] GAZZONI, Francesco. *Manuale di diritto privato.* VII edizione, Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 1998, p. 119.

[78] Código Civil. Cit., art. 1502.

[79] Código Civil. Cit., art*. 1503.*

ordenamiento hace[80] en el momento de su constitución[81]; sin embargo, tienen las limitaciones que veremos en este aparte.

2.2.1.1. El modelo societario debe permitir la emisión de valores y su colocación por un intermediario

Respecto de los actores de la operación de *underwriting*, la capacidad se manifiesta, antes que nada, en la existencia jurídica de las partes. En ese sentido, es necesario que la sociedad emisora esté debidamente constituida y registrada[82]. Hay que agregar que la posibilidad de colocar valores en el mercado viene dada por los estatutos que sirven de base a la persona jurídica. En ese orden de ideas, el acto de constitución de la sociedad emisora debe contener dentro del objeto social la posibilidad, secundada por el régimen del tipo societario, de obtener financiación o capitalizar la sociedad mediante emisiones de valores que serán colocados en el mercado a través de un intermediario[83].

En la práctica comercial es usual encontrar sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada. Las sociedades anónimas tienen plena capacidad para emitir valores, hacer una oferta pública y efectivamente colocar en el mercado[84]. Las sociedades de responsabilidad limitada están igualmente facultadas por ley para ser emisores de valores en los mismos términos que las sociedades anónimas[85]; así como también, por virtud del artículo 347 del Código de Comercio, a las Sociedades en comandita por acciones se les aplicará el mismo régimen previsto para las sociedades anónimas en cuanto a la "emisión, colocación, expedición de títulos y negociación de acciones"[86].

---

[80] GAZZONI, Francesco. *Manuale di diritto privato.* Cit., p. 119.
[81] Código de Comercio, decreto 410 de 1971, "por el cual se expide el Código de Comercio", art. 98
[82] Código de Comercio. Cit., art. 98, 101, 110 y 111.
[83] Código de Comercio. Cit., art. 99.
[84] Presidente de la República. Decreto 2555 de 2010, "Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones", art. 5.2.1.1.2., lit. a.; Igualmente, el Código de Comercio habla de las diversas posibilidades de emisión de acciones con que se cuenta, así como de las reglas y autorizaciones previas a la emisión y colocación de estas. Código de Comercio. Cit., art. 377 y ss.
[85] Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., art. 5.2.1.1.2, lit. b.; Asimismo, el Código de Comercio las somete al régimen de las sociedades anónimas respecto de todo lo no regulado. Código de Comercio. Cit., art. 372.
[86] Código de Comercio. Cit., art. 347.

Adicionalmente a la capacidad legal para emitir acciones, es necesario que la sociedad obtenga el visto bueno de la asamblea de accionistas[87], cumpla con el reglamento que el órgano social competente designe para tal función[88]. También, aparece como *requisito sine qua non,* el deber de inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)[89]. Asimismo, si se trata de una emisión dirigida al mercado primario, es decir, si es una primera emisión, el emisor debe también cumplir unos requisitos adicionales[90], de entre los cuales llama especialmente la atención la autorización dada por el organismo estatal a cargo de la supervisión de la sociedad emisora y la justificación en el precio de los valores. En el caso de las sociedades del sector real, dedicadas a la actividad industrial y comercial fuera del sector financiero, la autoridad encargada es la Superintendencia de Sociedades. En cuanto a la determinación del precio de los valores de la emisión, es necesario enfatizar en que la función de asesoría del *underwriter* se dirige precisamente a determinar ese punto, lo cual nos indica que la inscripción en el RNVE debe darse con posterioridad a la asesoría prestada por el *underwriter.*

2.2.1.2. El carácter reglado de la actividad financiera y bursátil faculta a unas pocas instituciones del sistema financiero con la posibilidad de celebrar el contrato de underwriting

Tratándose de ciertas operaciones que podrían afectar la estabilidad de los mercados de especial interés para la economía nacional, como es el caso del financiero y bursátil, la realización de operaciones encuentra una regulación específica, así como la restricción para que solo puedan llevarse a cabo por sujetos autorizados debido a su idoneidad técnica, financiera y ética. Este es el caso del *underwriting*, que, según la lectura de la normatividad que rige el

[87] Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., art. 5.2.1.1.3 lit. c.
[88] Código de Comercio. Cit., art. 385.
[89] Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., art. 5.2.1.1.1.
[90] Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., art. 5.2.1.1.5 lit. a.

sistema financiero[91], solo puede ser realizada por los intermediarios de valores y, en particular, por aquellos que sean expresamente autorizados al efecto[92].

En este escenario son resaltables los presupuestos en torno a la calidad que debe tener el *underwriter,* quien debe ser una institución financiera, avalada como tal, autorizada para fungir como intermediario[93] y ejercer todas las funciones propias de una entidad de tal tipo, en otras palabras, debe tener la capacidad jurídica de llevar a cabo todas las funciones que la operación demanda[94].

Hay que agregar que, la posibilidad de colocar valores en el mercado, tanto para el emisor como para el *underwriter*, viene dada por los estatutos que sirven de base a la persona jurídica.

Por su lado, las Instituciones Financieras no pueden establecer en sus estatutos cuáles son los actos que podrán llevar a cabo, sino que la actividad, en cuanto

---

[91] Todas las operaciones que tienen como finalidad el acercamiento de oferentes y demandantes de valores, son consideradas como actividades de intermediación. Particularmente, "Las operaciones de colocación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores -RNVE- (...), en las cuales el intermediario colocador garantice la totalidad o parte de la emisión o adquiera la totalidad o parte de los valores de la misma por cuenta propia, para colocarlos posteriormente en el mercado según sea el caso; así como, las operaciones de colocación de valores al mejor esfuerzo". Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., artículo 7.1.1.1.1. y 7.1.1.1.2., numeral 5.

[92] No sin razón se requiere de una previa autorización para el ejercicio de la actividad financiera y bursátil, pues se trata de negocios que afectan la posibilidad de la prestación, dado que en el marco dicho mercado, es nula la estipulación en relación con la cual el estipulante no tiene el "*commercium*". En tal sentido, Grosso nos enseña que "La imposibilidad que depende de las circunstancias particulares del acreedor, destinatario de la prestación es considerada como imposibilidad objetiva. Encontramos afirmada la nulidad de dar una cosa (...) sobre la cual el estipulante no tiene el *commercium*", referida en el Digesto 45, 1, 34, el cual reza que "Hay mucha diferencia, si yo estipulara una cosa, cuyo comercio no puedo tener, o si alguno la prometiera. Si yo estipulara una cosa, cuyo comercio no tengo, está determinado que es inútil la estipulación; y que, si alguno prometiera aquella cuyo comercio no tiene, esto le perjudica a él y no a mí". GROSSO, Giuseppe. Las obligaciones, contenido y requisitos de la prestación. Traducido por Fernando Hinestrosa. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2011, p. 58.

[93] "Serán intermediarios de valores las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia con acceso directo a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores para la realización o registro de cualquier operación de intermediación de valores". Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., artículo 7.1.1.1.1.

[94] Hay que recordar, que "dentro de las cargas de la autonomía se encuentra la de legalidad, consistente en la observación de todos los requisitos exigidos por el ordenamiento para la plena validez del acto, y dentro de los límites de la autonomía se menciona el relativo al contenido mínimo del negocio". HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. II. Cit., 117.

reglada, viene dada por la ley[95]. Esto es lo que se denomina como 'teoría de los estatutos especiales'. Por ello, el intermediario[96] debe atenerse a lo que el Estatuto Orgánico del Sistema financiero, y demás normas al respecto, establezcan para el tipo de Institución Financiera según la cual haya sido constituido.

Si ahondamos más, encontramos que el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero establece que la estructura del Sistema Financiero se compone de Establecimientos de Crédito y Sociedades de Servicios Financieros, entre otros[97]. De los primeros, destacamos la inclusión de las Corporaciones Financieras y las Compañías de Financiamiento Comercial[98], mientras que, de los segundos, resaltamos la inserción de las Sociedades Fiduciarias[99].

En lo referente a los posibles *underwriters*, para las Corporaciones Financieras el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero establece que su objeto social consiste en la promoción de las actividades empresariales, su creación y expansión, el otorgamiento de financiación y el ofrecimiento de servicios financieros especializados, mediante la "movilización de recursos y la asignación de capital"[100]. A renglón seguido, agrega que dichas instituciones financieras solo podrán llevar a cabo las tareas que allí se enlistan. Entre las más destacables se encuentran la suscripción y adquisición de valores, de emisión primaria y secundaria; la colocación mediante comisión de valores emitidos por sus clientes, en el mercado primario y secundario, en firme o con la opción de garantizar el total o una parte de la colocación; la prestación de asesoría acerca de fuentes de financiación diversas del crédito, la "preparación de estudios de

[95] Ya desde el siglo pasado, la Superintendencia de Valores preceptuaba que el objeto social de las entidades sometidas a su vigilancia se encuentra previamente definido en la ley. Idea esta que se ha venido replicando en múltiples pronunciamientos. Superintendencia de Valores. Circular Básica Jurídica No. 007 de 1996, Titulo Primero, Capitulo VIII, núm. 2.1.
[96] El Estatuto Orgánico del Sistema Financiero nos indica que todas aquellas entidades bajo la inspección y vigilancia de la autoridad delegada para tal función podrán ejercer labores de intermediario en el mercado de valores, siempre que su régimen legal los autorice y se observen las disposiciones que la entidad emita para reglar la actividad. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663. Cit., art. 111 Núm. 2.
[97] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663. Cit., art. 1.
[98] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663. Cit., art. 3, Núm. 3.
[99] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663. Cit., art. 3, Núm. 1.
[100] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663. Cit., art. 11.

factibilidad y prospectos para la colocación de acciones y bonos" [101]. Además, en 1995 el Presidente de la Republica decretó que las corporaciones financieras están facultadas para llevar a cabo operaciones de *underwriting*, respecto cualquier título emitido por la Nación y en cualquiera modalidad de la operación[102]. Todo lo anterior evidencia que las corporaciones financieras están posibilitadas para realizar las labores fundamentales que la operación requiere, tanto así que en cuanto a la especifica negociación de títulos emitidos por el Estado, se encuentra permitida expresamente; todo ello demuestra la capacidad de las corporaciones financieras para llevar a cabo la operación.

Frente a las compañías de financiamiento[103], el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero señala que su propósito es la realización de operaciones activas de crédito con miras a la promoción del comercio de bienes y servicios en las empresas mediante la captación de recursos a través de depósitos a término. Más adelante, el mismo estatuto dispone que están facultadas para realizar negociaciones de títulos valores emitidos por terceros, así como negociar "títulos representativos de obligaciones" emitidos por entidades públicas y colocar "obligaciones y acciones emitidas por terceros" mediante el contrato de comisión, según las modalidades que indique la reglamentación gubernamental[104]. En este sentido, opinamos que las Compañías de Financiamiento están en capacidad de llevar a cabo la tarea de colocar en el mercado, valores emitidos por otro, con lo cual cumplen la más básica función del *underwriting,* servir de mediador entre los posibles inversores y la necesidad de capital del emisor. Sin embargo, es necesario también tener la capacidad de prestar asesoría para poder llevar a cabo la operación de *underwriting*, función que si bien no aparece listada dentro de las autorizadas para las compañías de financiamiento, resulta ínsita para la

[101] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663. Cit., art. 12.
[102] Es pertinente recordar que esta norma sigue vigente. Presidente de la República. Decreto 1606 de 1995, Por medio del cual se autoriza una nueva operación a las corporaciones financieras", art, 1.
[103] El *nomen iuris* de estas entidades fue modificado, pues antes se denominaban "compañías de financiamiento comercial"; ahora el nombre ha sido sustituido por "compañías de financiamiento". Ley 1328 de 2009, "por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones", art. 25.
[104] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663. Cit., art. 24.

realización de cualquiera de las actividades que les están expresamente autorizadas, por vía de la integración de las obligaciones que impone el principio de buena fe, en cuanto propias de la naturaleza de la operación y de las exigencias de lealtad y diligencia que comporta el principio.

En efecto, si se mira sistemáticamente el ordenamiento, se aprecia que la ley 1328 define quién puede ser considerado como consumidor financiero[105], incluyendo dentro de tal definición a cualquier tipo de personas jurídicas; adicional a ello, la misma ley incluye el deber de las Instituciones Financieras de instruir a sus funcionarios para asesorar, ofrecer y prestar los diferentes productos o servicios a sus consumidores financieros[106], lo cual nos permite sostener que en desarrollo de las operaciones que les están autorizadas estas entidades se encuentran en todo caso obligadas al deber de informar, el cual implica la asesoría. Por otro lado, es necesario tener en cuenta que el decreto 1121 de 2008 distingue entre inversionista profesional y cliente inversionista, siendo el primero de ellos todo aquel que disponga de la experticia suficiente para poder entender, analizar y decidir sobre el riesgo de una operación en el mercado[107]; el segundo, será quien no tenga la claridad del inversionista profesional, pero que intervenga en una operación de intermediación en la que también participe un intermediario de valores[108]. De esta manera, en el caso del *underwriting*, quien funge como emisor es considerado como un cliente inversionista, así que le son aplicables las disposiciones en cuanto a asesoría compiladas en el decreto 2555 de 2010, las cuales disponen, principalmente, que los intermediarios de valores deben cumplir con el deber de información[109], y, en desarrollo de este, deben informar a sus clientes inversionistas “de manera

[105] La norma nos indica que el usuario puede ser toda persona, natural o jurídica, que utiliza los servicios de una institución financiera, sin que sea necesariamente cliente de ella. A su vez, se considera como cliente potencial a toda persona que se halle en la fase de tratativas previas a un contrato con una institución financiera. Por último, consumidor financiero será todo cliente, o cliente potencial, y usuario de la institución financiera. Ley 1328. Cit., art. 2.
[106] Congreso de la República. Ley 1328. Cit., art. 8, lit a, num. iii.
[107] Presidente de la República. Decreto 1121 de 2008, “por el cual se reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones”, art. 1.5.2.1.
[108] Presidente de la República. Decreto 1121. Cit., art. 1.5.2.2 y 1.5.2.4.
[109] Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., artículo 7.3.1.1.2.

específica sobre los elementos y las características de la operación"[110]; del mismo modo, tal regulación consagra "el deber de asesoría profesional para con sus 'clientes inversionistas'" [111] a cargo del intermediario. En ultimas, como se expresó, la buena fe, mandato general del ordenamiento y principio que cimienta todas las relaciones jurídico-negociales[112], impone el deber de asesoría a la compañía de financiamiento[113]. Así, estas instituciones financieras también están en capacidad de llevar a cabo las labores esenciales de la operación.

Las Sociedades Fiduciarias, por su parte, están autorizadas para "[o]brar como agente[s] de transferencia y registro de valores" y "[p]restar servicios de asesoría

[110] Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., artículo 7.3.1.1.5.
[111] Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., artículo 7.4.1.1.3.
[112] "En relación con la determinación de la función integradora de la '*fides bona',* resulta de trascendental importancia el pasaje de Cicerón contenido en de *off.* 3,17,70, en el que recuerda cómo para Quinto Mucio Escévola, en los juicios en los cuales se agrega la cláusula *ex fide bona* está ínsita una *summa vis,* 'una gran fuerza', por cuanto de la *'fides bona'* emana un significado 'profundo y amplio, *manare latissime,* que se difunde extensamente en una 'virtual propensión a invadir las relaciones, razón por la que la misma se aplica a todas las cosas que constituyen el fundamento de la vida social, como en los contratos de sociedad, fiducia, mandato, compraventa, arrendamiento, y en consecuencia, en aquellos juicios se requiere un juez iluminado y sapiente que determine las obligaciones que le corresponden a cada una de las partes". NEME VILLAREAL, Martha. *La buena fe en el derecho romano: extensión del deber de actuar conforme a buena fe en materia contractual.* Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2010, p. 237 y 238.
[113] "El deber de información tendrá una exigibilidad rigurosa dependiendo de la naturaleza del negocio proyectado, de la cualidad de las partes y de su posición en la relación contractual; en efecto, algunos negocios exigirán según el desenvolvimiento de la relación, por el grado de confianza y la perplejidad de la misma, una información cualificada, mientras en otros requerirán una información más sencilla. En ese sentido, en muchas oportunidades el deber de información debe acompañarse del deber de asesoría, como es el caso de aquellos tipos de negocios en los cuales se presenta una situación de evidente asimetría en la información que poseen los sujetos contratantes, toda vez que la posición contractual, la experticia y especialidad del conocimiento de una de las partes, así lo requiere. El deber de asesoría permite que la parte débil exija de su contraparte fuerte, informada e ilustrada, la iniciativa no solo de informar lo que de la naturaleza de la relación pueda emanar sino también de orientar sobre la conveniencia o no del negocio o sobre las particularidades de las condiciones del mismo, atendiendo las circunstancias técnicas y especificaciones del negocio; lo que implica el deber de consejo y orientación al "ignorante legítimo" a fin de que este último tome una decisión en las condiciones óptimas de ilustración y asesoría. En otras palabras, la relación existente entre quien conoce y quien ignora presenta de manifiesto una desigualdad, situación que le exige al profesional o al conocedor informar al ignorante legítimo de todo aquello que por razones científicas o técnicas su contraparte desconoce, al punto que tendrá que informar lo ordinario y normal, como además deberá asesorarlo y aconsejarlo de modo que quede enterado de circunstancias relativas a la relación negocial y específicamente de la cosa que pretenden adquirir o sobre el cual recae el objeto del contrato, para que le permita el real conocimiento y prevención del contratante respecto de las cualidades y circunstancias que lo rodean." CHINCHILLA, Carlos. "El deber de información contractual y sus límites". *Revista de Derecho Privado*. 2011, No 21, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, p. 327 – 350-

financiera”[114], con lo cual estaría en principio habilitada para llevar a cabo operaciones de *underwriting*. Sin embargo, la norma también instaura la prohibición de llevar a cabo contratos fiduciarios que impliquen la asunción de “obligaciones de resultado”, a menos que así lo autorice la ley[115].

En ese sentido, parece ser acertada la posición que en 1998 manifestó la Superintendencia de Valores, expuesta en el primer capítulo, en cuanto considera inviable la posibilidad de que las sociedades fiduciarias lleven a cabo *underwriting* en las modalidades en firme y en garantía, pues implican la toma de posición propia, riesgos financieros a cuya exposición no están autorizadas las sociedades fiduciarias[116]. Si bien a priori la prefinanciación o la garantía de ésta no es una inversión propia de la sociedad fiduciaria, la consecuencia de la asunción del riesgo de colocación por parte de la institución financiera implica que, de concretarse tal riesgo, deba invertir un volumen considerable de capital propio para suscribir la emisión faltante de colocación.

Asimismo, todo apunta a que sí cabe la posibilidad de que dichas sociedades realicen *underwriting* en la modalidad al mejor esfuerzo, a través de encargo fiduciario; pues, según como la Superintendencia Financiera ha señalado, el encargo fiduciario es un negocio de confianza, en el que una parte, sin transferir la propiedad, entrega a la otra, unos bienes determinados, para que ésta los administre en función de un propósito determinado, para beneficiar al primero o a otro[117], lo cual se ajusta a la estructura del *underwriting* al mejor esfuerzo.

No sobra añadir que la reglamentación de la Circular Básica Jurídica respecto del encargo fiduciario, remite al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el cual a su vez indica que, para el encargo fiduciario, se aplicarán las normas sobre fiducia mercantil y mandato del Código de Comercio[118]. En este punto se aprecia una cierta asimilación del encargo fiduciario al mandato sin representación, lo

[114] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663 de 1993, artículo 29, núm. 1, lit. c y f.
[115] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663 de 1993, artículo 29, núm. 3.
[116] Superintendencia financiera, concepto 90007954-5. Cit.
[117] Superintendencia Financiera, Circular externa 024 de 2016. Anexo II, negocios fiduciarios, Núm. 1.1.
[118] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663 art. 146, núm. 1.

cual fue corroborado en el citado concepto de la Superintendencia Financiera, que afirma que "la naturaleza jurídica de esta modalidad de *underwriting* [en firme] es la de un contrato de mandato mercantil (...), toda vez que el intermediario actúa no solo por cuenta de la sociedad emisora sino a nombre de ésta"[119]. Esta afirmación encuentra validez legal en el caso de la emisión de bonos a través de encargo fiduciario, respecto de la cual el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero establece que las sociedades fiduciarias podrán llevar a cabo la emisión de dichos valores por cuenta de dos o más sociedades, siempre y cuando el emisor esté compuesto por un numero plural de sociedades y un establecimiento crediticio funja como "avalista o deudor solidario del empréstito, y se confiera a la entidad fiduciaria la administración de la emisión"[120].

Por otro lado, las fiduciarias son "profesionales del mercado de valores"[121], y como tal, cumplen la función de asesoría acerca de la mejor opción a tomar respecto de los diferentes instrumentos y operaciones que el mercado ofrece[122]. Como conclusión de este punto se puede afirmar que, por lo menos en el caso de la emisión de bonos, las sociedades fiduciarias tienen autorización legal para llevar a cabo la operación de *underwriting* al mejor esfuerzo; respecto de otros títulos valores y sociedades individuales, a pesar del pronunciamiento de la Superintendencia en sentido favorable[123], no es completamente claro el panorama; sin embargo, como se ha mostrado, las condiciones están dadas para la viabilidad de la operación en la modalidades 'al mejor esfuerzo' y de 'todo o nada' respecto de valores emitidos por sociedades individuales, sin necesidad de aval o deudor solidario.

Por último, las sociedades comisionistas de bolsa son las abanderadas naturales de la operación de *underwriting.* Es indiscutible que fungen como intermediarios

[119] Superintendencia de Valores. Concepto No. 9717992. Cit.
[120] Decreto 663, artículo 29, núm. 1, lit. g, en el mismo sentido: art. 149, núm. 1, lit. a.
[121] Decreto 2555 del 2010, art. 5.4.1.1.2 núm. 3.
[122] Autorregulador del Mercado de Valores. *Conozca los Diferentes Sistemas de Información del Mercado de Valores* [En línea]. 2016, p. 10. Consultado el 13 de julio de 2018. Disponible en: http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20160920132510.pdf
[123] Superintendencia de Valores. Concepto No. 9717992. Cit.

de valores[124]. Estas sociedades son profesionales[125] y expertas en el mercado de valores, en la "consecución y colocación de recursos financieros"[126]. Por ello, el ordenamiento les autoriza asumir mayores riesgos de mercado, de crédito y de liquidación[127]. Teniendo en cuenta esto, llevan a cabo actividades típicas[128] claramente delineadas por el ordenamiento, tales como la intermediación en la colocación de valores, "garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores por cuenta propia"[129]. Del mismo modo, se encuentra expresamente autorizada para prestar asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales[130]. También se establece que para lograr obtener la autorización para tales operaciones, muy seguramente por el riesgo que implican, se deben cumplir con unos requisitos bien detallados por el decreto 2555 de 2010, de entre los cuales resalta la inclusión expresa de tales operaciones en el objeto social, estar al día con sus estados financieros, cumplir con el capital mínimo requerido para la operación, y tener una estructura suficiente con personal debidamente capacitado; esto asegura la más alta experticia y aptitud para la realización de las operaciones.

---

[124] La resolución 1201 de 1996, de la Superintendencia de Valores, que adiciona la resolución 400 de 1995 establece en el que sería el artículo 1.5.1.1 de ésta, que "constituye intermediación en el mercado público de valores la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, sea que tales operaciones se realicen por cuenta propia o ajena, en el mercado bursátil o en el mercado mostrador, primario o secundario". En el mismo sentido, la Superintendencia Financiera. *Conceptos Básicos del Mercado de Valores.* 2008, explica que la actividad de las sociedades fiduciarias es entendida como intermediación de valores.

[125] Código de comercio. Cit., art. 1287. "la comisión es una especie de mandato por el cual se encomienda a una persona que se dedica profesionalmente a ello, la ejecución de uno o varios negocios (...)".

[126] Superintendencia Financiera. *Conceptos básicos del mercado de valores.* Cit., p. 9.

[127] El decreto 2555. Cit., en sus artículos 2.9.1.1.8, 2.9.1.1.9, 2.9.1.1.10 y ss. reglamenta las condiciones y límites de la asunción de tales riesgos.

[128] El artículo 1.5.2.1, de la resolución 400 de 1995 de la Superintendencia Financiera, adicionado a esta por la resolución 1201 de la misma, indica que "tipifica actividad de intermediación en el mercado público de valores el desarrollo de las siguientes operaciones ejecutadas sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios", entre otras, señala las operaciones de adquisición y venta de valores por vía de comisión o mandato (numeral primero), así como la colocación de valores en firme, en garantía y al mejor esfuerzo (numeral sexto).

[129] Ley 45 de 1990, "por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y otras disposiciones", art. 7, lit., a.

[130] Ley 45. Cit., lit. h.

De este modo, se evidencia con total claridad la capacidad de llevar a cabo *underwriting* en firme y en garantía, la modalidad al mejor esfuerzo vendría autorizada por la misma definición del contrato de comisión, en tanto que el comisionista, profesional en la materia, se encargaría del 'negocio' de colocar, por cuenta de otro, los valores en el mercado[131]. ¡Parece ser una especie de mandato[132]!

2.2.2. El objeto del underwriting *no es otro que otorgar financiación al emisor*

Doctrinariamente el objeto del contrato puede verse de dos maneras[133]: o bien el objeto que se transa por virtud de la figura, o bien las obligaciones que derivan del negocio. De esta manera, vemos que los engranajes que dan movilidad al instrumento son los valores, emitidos por una parte y colocados en el mercado por la otra; correlativamente, son de la esencia cada una de las prestaciones a las que cada parte se obliga. Así, podemos decir que, *grosso modo,* el *underwriter*, además de prestar asesoría, "se obliga a cumplir uno o más actos jurídicos por cuenta de la otra"[134], en este caso el emisor, quien al propio tiempo "se obliga, frente al primero, a pagarle una compensación"[135] por sus servicios.

No obstante, si nos enfocamos en las obligaciones asumidas por las partes en la generalidad de las modalidades de *underwriting*, es decir, sin decantarse

---

[131] En el mismo sentido, la doctrina de la Superintendencia Financiera ha aceptado la capacidad de las sociedades comisionistas para llevar a cabo las tres modalidades de *underwriting*. Superintendencia Financiera. *Conceptos básicos del mercado de valores.* Cit., p. 11.

[132] "... se estima pertinente señalar que, tal como lo ha expuesto la doctrina, la naturaleza jurídica de esta modalidad de underwriting [en firme] es la de un contrato de mandato mercantil. (...) Como se expuso, la operación underwriting [al mejor esfuerzo] no se agota ni se circunscribe a la colocación de los valores, sino que involucra una asesoría y consejo por parte del intermediario, razón por la cual, dicho contrato tiene elementos y características propias del contrato de mandato". Superintendencia de Valores. Concepto No. 9717992. Cit.

[133] "El objeto es el contenido negocial de contrato, o sea aquello que las partes establecen o programan respecto de su relación. Así, p. ej., objeto de la venta es la transferencia de la propiedad u otro derecho real contra precio (art 1470 C.C.). Objeto del contrato es también la realidad material o jurídica sobre la que recaen los efectos del mismo contrato. Así, p. ej., por objeto de la venta puede tomarse el bien enajenado. BIANCA, Massimo. *Derecho civil. 3 el contrato.* Traducido por F. Hinestrosa. Segunda edición, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2007 p. 25.

[134] MINERVINI, Gustavo. *Il Mandato, la Comissione, la Spedizione.* Primer tomo, volumen octavo, Torino: Unione Tipografico, Editrice Torinese, p. 17.

[135] Ibíd.

específicamente por alguna de ellas, encontramos que la carga obligacional que asume el emisor tiene varios ingredientes.

En primer lugar, el emisor se obliga a brindar anticipadamente toda la información relevante al *underwriter*, con el propósito de que éste pueda, a su vez, anticiparse al mercado y esgrimir la estrategia adecuada[136]. La relevancia de la información consiste en que de ella depende la decisión de los inversionistas acerca de la adquisición de los valores que le ofrece el emisor, a través del *underwriter*. Por ello la información debe ser completa y veraz, no sólo respecto de la emisión sino también respecto del ‘‘desarrollo del objeto y los resultados de los últimos años de la entidad emisora’’[137]. Esta obligación se extiende durante todo el proceso de colocación. Así, además de la información que exige la normatividad vigente[138], debe también hacerla pública mediante su remisión al Sistema de Información del Mercado de Valores; no sobra decir que se debe incluir aquella información que tenga incidencia en los valores a emitir.

En segundo lugar, el emisor se obliga a emitir los valores de acuerdo con lo convenido y formular la oferta pública. En el *underwriting* es indispensable que el emisor entregue, transfiriendo o no la propiedad según la modalidad que se haya escogido, los valores al *underwriter*, “para que éste proceda a la colocación en el mercado”[139].

En tercer lugar, el emisor se obliga a realizar el pago al *underwiter* de la remuneración acordada. Derivado de su característica onerosidad, el pago de la contraprestación es un elemento esencial en el *underwriting*. Tal remuneración podrá ser ‘‘por su labor de administración y una comisión por la colocación, o un

---

[136] MÚNERA PELÁEZ, Carlos Andrés. *Estudio sobre el Contrato de Underwriting en Colombia* [en línea] agosto de 2015. Consultado el 30 Octubre 2017. Disponible en: https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/8098/Carlosandres_MuneraPelaez_2015.pdf?sequence=2

[137] ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Cit., p. 43.

[138] Presidente de la República. Decreto 2555. Cit., artículo 5.2.4.1.1 y ss.

[139] ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Cit., p. 49.

porcentaje a prorrata de la colocación lograda según sea el caso o un descuento sobre el precio de colocación de los valores''[140].

En cuarto lugar, el emisor se obliga a cumplir con los deberes de lealtad y corrección[141], que si bien, vienen implícitamente impuestos en virtud del principio general de buena fe[142], se prefiere explicitarlo en diferentes obligaciones de no hacer, como abstenerse de la utilización de los servicios de otro *underwriter*, no asumir labores propias del *underwriter* como negociar toda o parte de la emisión con inversionistas determinados, no llevar a cabo emisión de valores paralela a la obligada con el *underwriter*, y no realizar acción alguna "dirigida a la estabilización o manipulación en el precio de los valores''[143].

Correlativamente, en cuanto las obligaciones que asumen los agentes colocadores o *underwiters* tenemos que, en primer lugar, este se obliga a prestar toda la asesoría profesional, que lógicamente se espera de su experticia en el sector, para determinar el tipo de emisión adecuada a las condiciones de la sociedad emisora, el volumen, el tiempo y el precio; todos los aspectos técnicos que desbordan el saber del emisor. En segundo lugar, el *underwiter* se obliga a

---

[140] ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Cit., p. 50.

[141] "Resalta el carácter normativo de la buena fe, esto es, su capacidad para crear permanentemente reglas que las partes deben cumplir durante el iter contractual y su efecto integrador del contrato, en virtud del cual no se hace necesario pactar la buena fe para que los efectos derivados de la misma operen sobre todo contrato, sea mediante la imposición de reglas no previstas por las partes o mediante la restricción o modificación de las estipulaciones contractuales o del ejercicio abusivo de los derechos. En efecto, a nuestro juicio la amplitud del principio, ese *manare latissime* o significado profundo y amplio del que hablaba CICERÓN (de off. 3.17.70), que hace que la buena fe esté presente en las cosas fundamentales de la vida social, y que vincula al principio con deberes de honestidad, de probidad, de consideración de los intereses de la contraparte y por ende de colaboración y de solidaridad, de claridad, de diligencia, de equilibrio, de reciprocidad y de lealtad, entre otros muchos, que conducen a vedar el abuso del derecho o el enriquecimiento sin causa, todas reglas que emanan del principio de buena fe, lejos de diluir el principio de buena fe en una norma moral abstracta, hace que por el contrario lo concreten en valores objetivos, determinados por la riqueza de las reglas que emanan de la buena fe, que no admiten discrecionalidad alguna, pues el propio juez en su aplicación está sometido a los preceptos del principio". NEME VILLAREAL, Martha. "El principio de buena fe en materia contractual en el sistema jurídico colombiano". *Revista de Derecho Privado.* 2006, Núm. 11, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, p. 88.

[142] Ibíd.

[143] MÚNERA PELÁEZ, Carlos Andrés. *Estudio sobre el Contrato de Underwriting en Colombia*. Cit., p. 38.

"realizar todas las gestiones tendientes al éxito de la emisión"[144]. Esta obligación se concreta en adelantar las gestiones para que la colocación de la emisión se haga de manera correcta y en mantenerse dentro de los términos impuestos por el emisor. En tercer lugar, el *underwriter* se obliga a ''respetar el precio y condiciones generales de la colocación prescritas en el prospecto de información registrado''[145]. Ello es así, toda vez que la fijación del precio y de la emisión es una facultad propia del emisor, los cuales deben estar dentro del prospecto de emisión de títulos valores, que fijará los cimientos de la emisión; esto no implica que el *underwriter* no esté en la obligación de procurar la asesoría necesaria para que el precio sea el adecuado para el mercado, sin ser demasiado bajo para los intereses del emisor[146]. En cuarto lugar, el *underwiter* se obliga a rendir cuentas[147], pues, de acuerdo con lo convenido, debe revelar su proceder en el ejercicio de sus funciones, de manera que el emisor pueda apreciar cómo se efectuó la colocación de los valores emitidos y el total de los recursos captados del público a través de dicha emisión[148].

Por otro lado, la liquidación del contrato deberá ser llevada a cabo en mayor medida por el *underwriter*, quien posee el conocimiento del desarrollo del contrato y las obligaciones pendientes entre los intervinientes del contrato como son el emisor, el *underwriter* y el inversionista. Ello con base en que, como Institución Financiera que debe cumplir con la obligación de separación de activos, tiene los datos y los soportes para ejecutar tal obligación.

---

[144] ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Cit., p. 50.
[145] ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Cit., p. 51.
[146] "la nueva emisión generalmente deberá tener un menor precio para que pueda venderse acertadamente en el mercado". TABOADA, Jorge; GOMEZ, Carlos y LLANO, Enrique. "Funciones económicas y financieras del Contrato de Underwriting". Cit.
[147] ARGÜELLO LIÉVANO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Cit., p. 52.
[148] Las obligaciones propias del mandatario son tratadas tanto en el régimen Civil como Comercial. De ese modo, el artículo 2181 de nuestro Código Civil dispone que "El mandatario es obligado a dar cuenta de su administración"; al propio tiempo, el artículo 1268 del Código de Comercio indica que "El mandatario deberá informar al mandante de la marcha del negocio; rendirle cuenta detallada y justificada de la gestión...".

En quinto lugar, el *underwriter* se obliga a "vincular como cliente a cualquier persona (...) que se encuentre interesada en presentar una postura de demanda a la oferta pública" [149] y suministrarle toda la información pertinente para la toma de decisiones. En sexto lugar, el *underwiter* se obliga a realizar ante el Deceval todas las acciones requeridas para poder hacer las veces de depositante de los valores objeto de la emisión. En septimo lugar, el *underwriter* se obliga a "estabilizar el precio de la emisión por el plazo y mediante los mecanismos establecidos en el Decreto 2510 de 2014"[150].

Todo lo anterior nos permite apreciar el esqueleto obligacional que soporta el peso de la operación y a su vez compone el objeto de la misma. Nada hay más lícito que negociar con valores y en virtud de ello obligarse con el propósito de obtener financiación para llevar a cabo una empresa[151].

2.2.3. La solemnidad no forma parte de los elementos esenciales del underwriting

En el *underwriting* la solemnidad no configura uno de los elementos de existencia del negocio, ello derivado de su característica de ser un contrato consensual[152]. Sin embargo, es lógico pensar que, en aras de obtener seguridad, las partes pueden pactar solemnidades en el caso la modalidad en firme y en garantía respecto del destino final de los valores y la certeza de la garantía.

A pesar de esto, no debe omitirse el hecho de que en esta operación interviene un agente de especial cualificación, una institución financiera, y que el negocio gira en rededor de los valores emitidos. Por ello se deben cumplir formalidades que el ordenamiento impone para poder llevar a cabo la emisión, permitir la

---

[149] MÚNERA PELÁEZ, Carlos Andrés. *Estudio sobre el Contrato de Underwriting en Colombia*. Cit., p. 41.
[150] Ibíd.
[151] El código civil colombiano, en su artículo 1502, establece como un requisito esencial para obligarse, que el acto "recaiga sobre un objeto lícito", y, en el mismo sentido, el artículo 1519 afirma que objeto ilícito es "todo lo que contraviene el derecho público de la Nación.
[152] "En sí mismo el negocio financiero es consensual y excepcionalmente solemne; y tiene como función que el negocio por su estructura típica o atípica esté destinado a satisfacer los intereses que se pretendieron con él". LAFONT PIANETTA, Pedro. *Manual de contratos. Panorama de la, negociación y contratación contemporánea*. Primera edición, Tomo 2, Bogotá: Ediciones Librería del Profesional, 2001, p. 657.

circulación y la oferta de los valores[153], so pena de que, en el evento de saltarse dichos requisitos, se conduciría inevitablemente a la ‘‘ineficacia de todos los actos jurídicos derivados de la oferta de valores no autorizada por la Superintendencia Financiera’’[154]. En consecuencia, si, por ejemplo, la oferta de valores deviniera en ineficaz, haría ineficaz la emisión de los valores generando una carencia de objeto y, por tanto, dicho contrato sería inexistente por falta de objeto, mas no por el incumplimiento de la formalidad.

2.3. Las modalidades de *underwriting* dan lugar a diferentes funciones económicas dentro del mismo contrato

Con el moderno tráfico social y las dificultades económicas de los tiempos que corren, el *underwriting* se ha venido posicionando como otra de las herramientas de financiación que el mercado ofrece. El *underwriting* se presenta como una alternativa que implica diferentes maneras de distribución del riesgo[155], reducción de costos[156] y gran provecho para el financiado. Así, “la empresa puede ver facilitada la obtención de recursos financieros mediante la utilización del *underwriting*”[157].

Se evidencia entonces la función principal del *underwriting*: la financiación de la empresa del emisor. Sin embargo, esa función principal está secundada por otras funciones, como el cambio de titularidad de valores, el asesoramiento y la garantía, las cuales se destacan particularmente en cada una de las modalidades del contrato. Por esto, el *underwiting* es un mecanismo capaz de soportar

---

[153] ‘‘previamente a cualquier emisión de valores e inscripción de los mismos dentro del RNVE, se deberá contar con la aprobación de la Superintendencia Financiera’’. ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Cit., p. 44.

[154] Ley 32 de 1979, “por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y otras disposiciones”, art. 10.

[155] En tanto que, según la modalidad, el *underwriter* puede llegar a asumir una mayor parte del riesgo en la colocación, pudiendo llegando a financiar la totalidad de la emisión.

[156] GERRERO DELGADO, Camilo. *El contrato de underwriting*. Monografía para optar por el título de abogado. Chía: Universidad de la Sabana, 2000, p. 6. Disponible en: https://core.ac.uk/download/pdf/47069385.pdf.

[157] ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. *Contratos Mercantiles: Contratos atípicos*. Octava edición, Bogotá: Legis, 2015 p. 241.

múltiples funciones, que de no ser expresadas o individualizadas en sus diferentes modalidades, no vendrían siendo otra cosa que los *naturalia negotii*[158].

2.3.1. El underwriting *en firme promueve el movimiento del tráfico comercial*

En esta modalidad la Institución Financiera que funge como *underwriter* se compromete a prefinanciar la totalidad de la emisión, la cual es adquirida con el propósito de colocarla en su totalidad en el mercado, en un tiempo determinado o no, "según las condiciones especiales que haya establecido el emisor tales como: precio de venta de los valores y periodo en el que se debe llevar a cabo la colocación''[159], de allí que las obligaciones derivadas de esta modalidad consistan en que ''el emisor se obliga a emitir y enajenar los valores, y a cambio de ello, los agentes colocadores se obligan a transferir el precio de suscripción por los títulos y colocarlos en el mercado''[160], recuperando de esa manera la prefinanciación realizada[161].

En la modalidad en mención, el riesgo de mercado en la colocación de los valores recae en el *underwiter*[162] en la medida en que la relación será entre la comisionista y los inversores quienes ''no tendrán relación contractual alguna

---

[158] "Lo natural es lo que pertenece a la figura de suyo, según el ordenamiento, esto es, por disposición consuetudinaria o precepto legal, salva estipulación en contrario o diferente". HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. II, p. 121.

[159] MÚNERA PELÁEZ, Carlos Andrés. *Estudio sobre el Contrato de Underwriting en Colombia*. Cit., p. 54

[160] MÚNERA PELÁEZ, Carlos Andrés. *Estudio sobre el Contrato de Underwriting en Colombia*. Cit., p.18.

[161] "En los casos en que se trate de una compañía recién fundada y en la que se vislumbra un porvenir brillante, los underwriters pueden comprar acciones para financiar la empresa y guardarlas por algún tiempo. Tan pronto la empresa haya alcanzdo el desarrollo normal y se hayan presentado los primeros repartos de dividendos, los underwriters pueden lanzar la emisión al mercado a un precio muy superior al que le hubiera podido fijar en el momento inicial de su adquisición". TABOADA, Jorge; GOMEZ, Carlos y LLANO, Enrique. "Funciones económicas y financieras del Contrato de Underwriting". Cit.

[162] Asimismo el riesgo reside en que el *underwriter* "se obliga a inmovilizar fondos durante un periodo de tiempo que puede ser bastante prolongado, además de estar sujeto a que se presenten situaciones adversas de tipo económico que borren las perspectivas del desarrollo de la empresa; pero, a su vez, también le proporciona ventajas, puesto que al asegurarse el dominio de la empresa durante cierto tiempo le permite ejercer una vigilancia que contribuirá a formar su juicio sobre el valor de la acción antes de proceder a su venta; con ello el underwriter pude mantener incólume la confianza con sus clientes y por ende su fidelidad". TABOADA, Jorge; GÓMEZ, Carlos y LLANO, Enrique. "Funciones Económicas y Financieras del Underwriting". Cit.

con la entidad que emitió los valores''[163], pues lo que hay desde el principio es un cambio de titularidad de los valores entre el emisor y el *underwriter*, y posteriormente entre éste y los inversores.

La asunción del *underwiter* del riesgo sobre la totalidad de la emisión requiere de suficientes recursos financieros toda vez que se presentaría como la compra-venta del total de la emisión en bloque, así "quien emitió los valores, luego de que se ejecute dicho contrato, recibirá la totalidad de dinero que con la emisión estaba buscando mientras que el *underwriter*, tendrá que hacer la venta de la emisión para que finalmente pueda cubrir los costos primigenios, es decir, lo que le pago la entidad emisora de valores, y lograr un rédito o utilidad''[164].

Teniendo en cuenta que esta modalidad conlleva un mayor riesgo para el *underwriter* y un mayor costo para el emisor, es utilizada en casos específicos como en ''la primera emisión de una entidad o en caso de que la necesidad del emisor de hacerse lo más pronto al capital''[165].

Por último, debemos resaltar que en esta modalidad, junto a la función principal de obtener financiamiento está la de cambiar te titularidad, transferir, los valores emitidos, dando así movilidad al mercado[166].

2.3.2. El underwriting *en garantía asegura un porcentaje de éxito en la operación*

Esta es una modalidad en la que el *underwiter* garantiza al emisor que realizará la colocación de los valores objeto de la emisión dentro de un plazo determinado, comprometiéndose a adquirir subsidiariamente el remanente en caso de que no se dé efectivamente la colocación al público. En esta modalidad se dará una

---

[163] ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Cit., p. 55.
[164] ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. *Contratos Mercantiles: Contratos atípicos.* Cit., p. 241
[165] ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Cit., p. 56.
[166] "El individuo al actuar, como si estuviera guiado por una mano invisible, persiguiendo su propio interés, promueve frecuentemente el de la sociedad más eficientemente que cuando intenta promoverlo". LOPEZ, Fernando. *Teoría de los Contratos. Parte general.* Cuarta edición, Buenos Aires: Zavalia, 1996, p. 42.

asunción del riesgo de mercado por parte del *underwiter* consistente en ‘‘no hallar inversionistas que suscriban primariamente los valores’’[167]. La asunción de este riesgo será total o parcial, según se asegure total o parcialmente la colocación, es decir, el *underwiter* asume el riesgo de ‘‘no colocación de la emisión y de comprometer su posición propia en la suscripción de los valores no colocados’’[168]. En esa medida, ocurrido el caso en que el mercado no demande la totalidad de la oferta, ‘‘los underwriters tendrán la obligación de suscribir el monto restante que no haya logrado ser colocado entre el público’’[169]. Esta poderosa razón motiva al *underwriter* a realizar su labor de manera, con miras al logro de la colocación de la totalidad de la emisión.

En ese sentido, el riesgo que es asumido por el *underwriter* se reduce en relación con la modalidad en firme, en tanto que el *underwriter* decide qué porcentaje de la colocación garantizar. Todo ello muestra que la garantía prestada por el underwriter cumple la función de dar una mayor tranquilidad y firmeza al emisor en la medida en que, incluso en el evento de fracasar la colocación de los valores en el mercado, le asegura porcentaje cierto de la financiación, cual es el propósito y cuanto más importa al emisor.

2.3.3. El underwrinting *al mejor esfuerzo otorga tranquilidad al emisor*

Como su nombre lo indica, en esta modalidad el *underwriter* se obliga a llevar a cabo todas las gestiones que con su conocimiento experto sobre la materia le sean exigibles para lograr colocar en el mercado toda o la mayor parte de los valores disponibles para la colocación. La labor del *underwritier* consiste básicamente en mantener el precio de oferta de los valores emitidos y, en un plazo que se determina entre él y el emisor, intentar colocar en circulación la mayor parte de los valores encomendados para su distribución.

En esta modalidad el riesgo del éxito o fracaso en la colocación es asumido por el emisor. Por ello, es criticable el término ‘al mejor esfuerzo’, pues pareciera que

[167] IBAÑEZ, Javier. *La Contratación en el Mercado de Valores*. Madrid: Marcia Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, 2001, p. 167
[168] MÚNERA PELÁEZ, Carlos Andrés. *Estudio sobre el Contrato de Underwriting en Colombia*. Cit., p. 24
[169] Ibíd.

es una explicitación contractual del deber propio de todo profesional, experto en el mercado financiero y de valores, de ejecutar sus obligaciones con la mayor diligencia, sin que realmente se esté agregando ninguna garantía adicional para alivianar el riesgo asumido por el emisor, dado que las prestaciones a las que se obliga el *underwriter* en nada cambian respecto de las demás modalidades.

2.3.4. El underwrinting de todo o nada carece de seriedad

En esta modalidad el *underwriter* se compromete a llevar a cabo la mejor gestión que su experiencia le permita para colocar absolutamente toda la emisión en circulación. Para lograr este cometido, el *underwriter* debe, a un precio y en un tiempo determinados, lograr promesas de compra de parte del público inversionista. Si al culminar el termino acordado el *underwriter* no ha logrado comprometer toda la emisión, la sociedad emisora desiste de ella, debiendo proceder a la devolución de los pagos que se hubieren recibido por parte de los inversores. Por estas razones esta modalidad es excluida del ejercicio profesional, así la doctrina la contemple.

Pensamos que la exclusión viene dada por el hecho de que, al existir la posibilidad de 'arrepentirse' de la operación si no se llega a un determinado umbral, se afecta la confianza y transparencia propias del mercado de valores[170], pues las negociaciones deben hacerse seria y firmemente, con disposición a asumir tanto los beneficios como las eventuales perdidas que una mala negociación o decisión puedan acarrear; también habría inseguridad para los inversores, quienes corren el riesgo de haber entregado inútilmente el dinero a un *underwriter*, para una emisión que naufraga antes de zarpar, perdiendo así la opción de invertir a tiempo en otras negociaciones de mayor seriedad. Por ello, en línea con la generalidad, consideramos útil su exclusión.

[170] "El contrato realmente, al carecer de utilidad, desaparece de la vida como fenómeno jurídico" LOPEZ, Fernando. *Teoría de los contratos: Parte general.* Cit., p. 42.

3. LA AUTONOMÍA CONTRACTUAL ENCAUZA LA FUNCIÓN TÍPICA DEL *UNDERWRITING*

La triada compuesta por la autonomía, la tipicidad y las funciones que cumplen los contratos constituyen los puntos nucleares que deben ser observados, con ojo atento, para terminar de desentrañar la verdadera naturaleza jurídica del *underwriting*. Hasta ahora hemos estudiado la figura desde la perspectiva histórica, los elementos que componen el contrato y las dificultades que en el ámbito del ordenamiento nacional ha tenido que superar para incursionar en el mercado de valores colombiano. En los apartes subsiguientes pretendemos establecer el alcance del rol de la autonomía negocial en la estructuración de los elementos que conforman este contrato en la satisfacción de los intereses de las partes.

3.1. La autonomía contractual funciona como vehículo de disposición de los intereses particulares, manifestados en negocios típicos o atípicos

El ordenamiento jurídico reconoce como uno de los derechos fundamentales de la persona, el de la libertad, la cual se expresa de múltiples maneras y, en particular en el ámbito de los negocios, en la autonomía contractual[171]; esta autonomía se explicita a su vez en la capacidad de toda persona de satisfacer sus necesidades mediante la libre determinación de contratar, de elegir el tipo contractual más adecuado a sus intereses y de determinar su contenido mediante reglas específicas, todo ello, por supuesto, con observancia de los límites que los principios y reglas del sistema imponen a la autonomía negocial[172].

De esta manera el Derecho, desde tiempos inmemoriales, ha compilado y delimitado los comportamientos dirigidos a la disposición de intereses

[171] "Libertad de contrato significa abolición de los vínculos de grupo, de corporación, de 'estado' que en la sociedad antigua aprisionaban al individuo en una red de incapacidades legales que le precluían la plena expansión de la propia iniciativa, de la potencialidad productiva, en definitiva, de la propia personalidad, y que configuraba así, una organización económico social cerrada, viscosa, escasamente dinámica. Significa, por tanto, restitución al individuo (...) de la abstracta posibilidad de determinar por sí mismo el propio destino en el mundo del tráfico y de las relaciones jurídicas...". ROPPO, Enzo. *Il Contratto.* Cit., p. 35.
[172] HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. II, p. 115 y ss.

particulares: los contratos. Los ha agrupado en tipos y les ha otorgado una disciplina legal y unos medios de protección determinados para cuando surgen dificultades o no se llega a buen término. Sin embargo, del acelerado tráfico comercial resultan constantemente nuevas formas de negociar, de garantizar las obligaciones y de ejecutarlas, nuevos comportamientos atípicos, que el derecho muchas veces desconoce o llega tarde para disciplinarlos. En la mayoría de los casos, el propio mercado ha determinado las reglas de juego de estas maneras atípicas de negociar, y el Derecho solo llega para adoptar esas reglas y armonizarlas con el resto del ordenamiento jurídico.

Así pues, el Derecho se limita a consagrar como típicas todas las figuras cuya eficacia ha sido comprobada por su continuo trasegar[173] en los mercados, las que lograron superar el filtro de la sociedad, de las que no se discute su utilidad -social e individual- e imprescindibilidad. Como dijimos, la autonomía va más allá del Derecho positivo, por lo que los negocios típicos no deben ser una camisa de fuerza para los intereses de los contratantes. En ese sentido, las personas dirigidas a disponer de sus intereses tienen la posibilidad de salirse del marco de la tipicidad, de crear sus propias figuras negociales, de innovar en la realización de aquello que les interesa que sea o que no sea: "la función social de la figura, la utilidad social de la disposición no constituye ni conceptual ni prácticamente límite alguno de la autonomía privada, sino el modo de ser de esta, su cauce genuino"[174].

Esta dualidad entre tipicidad y atipicidad ha suscitado de *lunga data* multiples fricciones dentro de los estudiosos del Derecho. Piénsese a manera de ejemplo en el citado pasaje del Digesto, el 2.14.7.2[175], donde el *quid* de la cuestión giraba

[173] "Así hubieron de surgir las distintas figuras de negocios, igual que debió ocurrir con las normas: el derecho es anterior a la regla, todo es antes social que jurídico, y así ocurre con las nuevas figuras que constantemente van apareciendo en las sociedades desarrolladas y que de allí se difunden por la periferia". HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. I. Cit., p. 279 y 280.

[174] HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. II. Cit., p. 128.

[175] "Algunas convenciones producen de derecho de gentes producen acciones; otras, excepciones. §1. Las que producen acciones, no subsisten con su nombre, sino que pasan al nombre propio de un contrato, como compra, venta, locación, conducción, sociedad, comodato, depósito, y los demás contratos semejantes. §2. Pero si la cosa no pasare a otro contrato, y

en rededor de la posibilidad de otorgar protección a un negocio que no estaba reconocido por la ley, que no tenía nombre, vale decir, atípico; frente a lo cual, razonablemente se concluyó que, si dos partes consienten en obligarse a unas determinadas prestaciones, hay un contrato; el cual es un acto que necesariamente debe recibir protección[176].

Pero sin ir más lejos, tal fricción se aprecia en tiempos modernos, pues existe una corriente ampliamente difundida en la práctica judicial, consistente en dirimir las controversias respecto de contratos atípicos a través de su reconducción a los esquemas típicos. Esta corriente se ha manifestado muy notablemente en la jurisprudencia italiana[177], que la ha denominado *"tipizzzazione"*[178]. Pensamos que la pretensión de forzar hacia la tipicidad los contratos moldeados por las partes como atípicos, es un craso error del operador jurídico, pues se resta importancia a las cláusulas atípicas pensadas por las partes, para posicionar los elementos típicos como ejes torales de la relación contractual. Y no sin razón las partes se decantan por un contrato atípico, pues luego de evaluar el catálogo de contratos ofrecidos por el ordenamiento, deciden que sus intereses solo pueden encontrar satisfacción mediante un esquema atípico, creado por ellos con tal fin. En últimas, la 'tipización' de los contratos decapita la autonomía contractual, sin tomar en consideración si el interés de las partes es merecedor de tutela jurídica, todo en aras de buscar la seguridad que la previsión legislativa ofrece.

Así pues, en defensa de la autonomía contractual ponemos de presente la altísima utilidad de la capacidad de estructurar esquemas contractuales nuevos,

---

subsistiere, sin embargo, la causa, respondió acertadamente Aristón a Celso, que había obligación; por ejemplo, te di una cosa, para que me dieras otra; di, para que hagas algo, esto es συναλλάττω [contrato], y de aquí nace una obligación civil. Y por ello opino que con razón fue Juliano reprendido por Mauriciano en esto: te di a Stico, para que manumitas a Panfilo; lo manumitiste; Stico fue vindicado. Juliano escribe que se ha de dar por el pretor la acción del hecho; aquel dice, que basta la acción civil de cosa incierta, esto es, la *praescriptis verbis*; pues que hay un contrato, que aristón llama συναλλάττω, de donde nace esta acción": Digesto 50.16.19. Justiano. *Corpus Iuris Civilis*. Traducido por I. García del Corral. Tomo 1, Editorial Lex Nova, Barcelona, 1889, p. 276.

[176] "... la ejecución ya realizada de una de las prestaciones no solo implicaba la seriedad y firmeza del compromiso mutuo, sino que autorizaba a quien la había satisfecho para demandar la contrapartida o la restitución". Hinestrosa. *Autonomía privada y tipicidad contractual.*

[177] DE NOVA, Giorgio. *Il Contratto: dal contratto atipico al contratto alieno*. Milano: Cedam, 2011, p. 157 y ss.

[178] DE NOVA, Giorgio. *Il Tipo Contracttuale.* Padova: Cedam, 1974, p. 3 y ss.

pues ello es el eje central del acelerado avance de los mercados. Disponer de los intereses de manera libre acudiendo a negocios, típicos o atípicos, según la función que las partes quieran otorgar al contrato y el interés o necesidad que se busca satisfacer es el propósito último de la autonomía contractual.

3.2. El contrato es contenedor de funciones generales y particulares, según la disposición de las partes

3.2.1. La función típica general es la base de todo contrato, sea típico o atípico

Como dijimos, todo contrato tiene por propósito la satisfacción de los lícitos intereses de los individuos capaces[179]. Dicho interés debe ser objetivamente susceptible de ser apreciable en dinero, lo cual atiende a la característica de la patrimonialidad de la prestación[180]. De este modo, la función subyacente, general y esencial, de todo contrato es promover el intercambio de bienes y servicios, la circulación de la riqueza[181], en función de la satisfacción del interés individual de cada quien[182].

---

[179] "Los negocios y contratos civiles [ciertamente también los comerciales y financieros] han tenido y tienen la función adecuada para la satisfacción de unas necesidades y la solución de unos conflictos y dificultades, para los cuales, de acuerdo con su época, así fueron concebidos". PIANETTA LAFONT, Pedro. *Manual de contratos. Tomo I*. Cit., p. 5.

[180] "¿Cómo se entiende aquello de que la prestación debe tener carácter patrimonial? Ciertamente no en el sentido de que la prestación haya de incrementar el patrimonio del destinatario, sino en el sentido más amplio de que sea susceptible de una valoración en dinero. A propósito podemos remitirnos a la argumentación de BONFANTE: 'la prestación debe ser apreciable en dinero, se dice, pero quien determina su carácter y la valora es la sociedad. Prestación patrimonial, en suma, es aquella que se puede apreciar en dinero si dicha apreciación no repugna la conciencia del pueblo'. Se trata, pues, de un concepto y de un criterio que resuma de la conciencia social y que varía con la evolución de esta". GROSSO, Giuseppe. Las obligaciones, contenido y requisitos de la prestación. Traducido por Fernando Hinestrosa. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2011, p. 146.

[181] ROPPO, Enzo*, Il Contratto*. Cit., p. 14 y 15.

[182] "En la época contemporánea el negocio o contrato también es empleado como un instrumento destinado igualmente a cumplir una función social o humana, y no simplemente individual y reducida al campo de la libertad y satisfacción inmediata de la obtención de un bien o servicio; sino que por el contrario, trasciende a un campo más amplio, como la familia o grupos sociales en general, y también puede cobijar otros aspectos de satisfacción de necesidades y solución de conflictos o proyección o planeación de aspiraciones o esperanzas". PIANETTA LAFONT, Pedro. *Manual de contratos. Tomo I*. Cit., p. 135.

Esta función se confunde con el contrato en tanto que, si el acto dispositivo pretendiese cumplir una función distinta, ya no sería posible hablar de contrato[183]. Por ello, tal función es típica, general y común a todos los contratos, sean, en cuanto a su disciplina legal, entendidos como típicos o atípicos.

Sin embargo, cada uno de los tipos contemplados en la ley contiene una función intrínseca única, 'abstracta'[184], correspondiente a la generalidad de contratos que de tal tipo derivan. En este sentido, cada tipo previsto en la ley es un contenedor amplio de una función general encaminada a satisfacer un determinado interés, o grupo característico de intereses[185]. Pero ese contenedor no es capaz de explicitar todos los elementos ni las posibles utilidades del negocio[186].

Así pues, por ejemplo, el contrato de mandato contiene el interés general de la gestión de un negocio por medio de un tercero que administra los bienes o derechos del mandante. Todo mandato se sustenta en tal propósito[187]. La

[183] "... se puede decir que hay operación económica –y por lo tanto posible materia de contrato- allá donde hay circulación de la riqueza, actual o potencial desplazamiento de riqueza de un sujeto hacia otro (naturalmente, al hablar de 'riqueza' no se hace referencia solo al dinero y a los otros bienes materiales, sino que se consideran todas las 'utilidades' susceptibles de valoración económica, incluso si no son 'cosas' en sentido propio: en este sentido, incluso la promesa de hacer o de no hacer alguna cosa en provecho de alguno representa para el promisario verdadera y propia riqueza...)". ROPPO, Enzo*, Il Contratto*. Cit., p. 14.

[184] "... Con base en tal presentación se compaginan la función típica o abstracta del negocio (causa típica) y la función práctica, conforme a la aspiración de los celebrantes (causa concreta, pero también causa genérica). Por lo general las dos se corresponden: es corriente la identidad entre la función social del negocio y el empleo que de él hacen los particulares; pero igualmente es posible que estos subviertan el orden con el empleo de fórmulas asignadas por la le y la sociedad con propósitos diferentes más o menos apartados de la orientación indicada, como en las hipótesis de negocio fiduciario y negocio indirecto...". HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. II. Cit., p. 63.

[185] "En relación con su función económica, los contratos se dejan clasificar en grupos o categorías, según la afinidad; pero puede darse que un mismo contrato pueda hacer parte -al mismo tiempo- de más de una categoría". MESINEO, Francesco. *Dottrina Generale del Contratto.* Terza edizione, Milano: Dott. A. Giuffré - Editore, 1948, p. 20.

[186] "En efecto, según la importancia que tenga esa función, los negocios o contratos pueden tener una función social principal o simplemente accesoria (...). Así mismo, teniendo en cuenta la naturaleza del interés jurídico social que pretende satisfacerse con el negocio o contrato, es preciso señalar que, fuera de tratarse de un interés jurídico (y, por tanto, serio y obligatorio) puede tener contenido diverso, como individuales". PIANETTA LAFONT, Pedro. *Manual de contratos.* Tomo I. Cit. p. 135.

[187] "El mandato es un contrato es un contrato en que una persona confía la gestión de uno o más negocios a otra, que se hace cargo de ellos por cuenta y riesgo de la primera". Código Civil. Cit., art. 2142.

gestión ajena del negocio propio es la función del tipo contractual denominado mandato, pero esta función es general y le es imposible abarcar la totalidad de los matices que la complejidad de las relaciones propiciadas por la agilidad del mercado demanda. Por tal razón, se hace imperativa la necesidad de incluir funciones adicionales que complementen la función propia y principal del tipo[188].

3.2.2. Función específica: la función individual del contrato se postula como un derivado de la autonomía contractual merecedor de tutela jurídica, independientemente de su contemplación legal

En línea con lo anterior, el tipo es complementado por las funciones particulares que las partes deciden imprimirle al contrato, esto es, la función individual.

Esta función individual se manifiesta en los contratos que derivan del tipo contenedor de la función general, expresándose en 'tipos concretos', capaces de contener las funciones específicas que motivan a las partes a contratar.

El 'tipo concreto' responde a las más puntuales necesidades e intereses de los contratantes. Siguiendo con el ejemplo del mandato, la función general vista se concreta en diferentes contratos que agregan múltiples especificidades a dicha función; de este modo, nuestro ordenamiento contempla y define otras varias especies de mandato, como el mandato comercial[189], la comisión[190], la comisión

[188] "cada negocio o contrato, además de la función social básica o general que cumple, también tiene una especifica que corresponde tanto a la categoría genérica a la cual pertenece". PIANETTA LAFONT, Pedro. *Manual de contratos.* Tomo I. Cit., p. 135.
[189] "El mandato comercial es un contrato por el cual una parte se obliga a celebrar o ejecutar uno o más actos de comercio por cuenta de otra". Código de Comercio colombiano, artículo 1262.
[190] "La comisión es una especie de mandato por el cual se encomienda a una persona que se dedica profesionalmente a ello, la ejecución de uno o varios negocios en nombre propio, pero por cuenta ajena". Código de Comercio. Cit., art. 1288.

de transporte[191], la agencia comercial[192], el contrato de preposición[193], entre otros. Asimismo, el tráfico comercial reconoce e integra otras formas contractuales extralegales, logrando de esa manera la tipicidad social de las funciones específicas que complementan las funciones generales recogidas en la ley. Estas adiciones, típicas o atípicas según se mire desde la perspectiva legal (en todo caso típicas socialmente), representan una utilidad adicional, puntual, que motiva a los contratantes a desviarse por el contrato que acople la función específica de su interés.

Sin embargo, este planteamiento induce a cuestionarse hasta qué punto es posible añadir funciones individuales a la función general de un tipo sin que este pase a ser denominado con el nombre de otro negocio[194], o sea considerado

[191] "El contrato de comisión de transporte es aquel por el cual una persona se obliga, en su nombre y por cuenta ajena, a contratar y hacer ejecutar el transporte o conducción de una persona o cosa y las operaciones conexas a que haya lugar". Código de Comercio. Cit., art. 1312.

[192] "Por medio del contrato de agencia comercial un comerciante asume en forma independiente y de manera estable el encargo de promover o explotar negocios en un determinado ramo y dentro de una zona prefijada en el territorio nacional, como representante o agente de un empresario nacional o extranjero o como fabricante distribuidor de uno o varios productos del mismo". Código de Comercio. Cit., art.1317.

[193] "La preposición es una forma de mandato que tiene por objeto la administración de un establecimiento de comercio o de una parte o ramo de la actividad del mismo. En este caso el mandatario de llamará factor." Código de Comercio. Cit., art. 1332.

[194] El profesor Ricardo Cardilli, en una detallada exposición, nos muestra que "la moderna acentuación de las nociones iusnaturalistas del contrato como acuerdo y de la omnipotencia de la voluntad modificativa, en las cuales coexisten motivos doctrinales y momentos de carácter político vinculados a la historia del proceso estatal de codificación del derecho, no resultan adecuadas claves de lectura para afrontar la discusión" acerca de la resistencia y elasticidad del tipo contractual. De modo que, haciendo un profundo estudio de las fuentes romanas, logra concluir que "el contrato típico es[tá] 'inmerso en la historicidad, no en la cotidianidad. (...)'. La distinción [entre *natura* y *substantia* del negocio], se convierte, por lo tanto, en la clave de la resistencia del tipo en su devenir a través de la 'observancia de la comunidad de los usuarios', que justificaría 'las razones de su continuo asentamiento y elasticidad'". Particularmente, resultan interesantes las consideraciones que expone de Ulpiano acerca de la *natura contractus*, en punto de la compraventa, pues indica que sería un "'ropaje' conceptual al contenido típico de la compraventa que -una vez alcanzado el acuerdo sobre la cosa y el precio- concreta en toda su amplitud el *quidquid dare facere oportere ex fide bona* de las partes. El *pactum ex intervalo* que pretenda modificar este contenido 'accesorio' típico del contrato, quitando algo de él, se movería en todo caso dentro de la 'naturaleza' del contrato, razón por la cual obtendría la tutela en términos de acción contractual", pues se pone de presente la posibilidad de modificar el contrato mediante pactos que no excedan el contenido natural del tipo. "Por el contrario, en el supuesto de que el *pactum ex intervalo* haya introducido algo *extra naturam contractus*, se expande la operatividad de la regla *ne ex pacto actio nascatur* [no nace acción del pacto]". Para ahondar en el tema, consúltese: CARDILLI, Ricardo. "el problema de la resistencia del tipo contractual en el derecho romano: entre natura contractus y forma iuris". En: R*oma e América: Revista de Derecho de la integración y unificación del derecho en Europa y América Latina*. 2008, No. 26, p. 161 - 220.

legalmente atípico. En respuesta a ello, consideramos pertinente esgrimir algunas consideraciones sobre lo que entendemos por 'tipo' y 'tipicidad' legal.

Pensamos que el contrato es un hecho social[195], pues es un objeto de estudio, un comportamiento o forma de hacer universalmente difundido; es externo al individuo, impuesto a él, y dotado de un poder coercitivo en virtud del cual se hace imperativa su utilización y cumplimiento, incluso de manera inconsciente y cotidiana, de modo tal que es imposible, o a lo sumo extremadamente difícil, negarse a contratar o a no utilizarlo en el devenir jurídico-comercial del presente mundo globalizado.

En ese sentido, Hinestrosa afirma que "la tipicidad es un encausamiento, no es un expediente artificial o artificioso, sino un modo de ser de las creaciones culturales, algo inherente a ellas, propio de la mentalidad del ser humano, de la que este no puede escapar"[196]. La naturaleza del ser humano es vivir en sociedad, adaptarse a ella y, para ello, repite comportamientos, en mayor medida, aquellos que parecen tener éxito en el ámbito de la obtención pacifica

[195] "El sistema de signos que utilizo para expresar mi pensamiento, el sistema monetario que empleo para pagar mis deudas, los instrumentos de crédito que utilizo en mis relaciones comerciales, las prácticas seguidas en mi profesión, etc., etc., funcionan independientemente del uso que hago de ellos. Si tomamos uno tras otro a todos los miembros de los que se compone la sociedad, encontramos que lo que antecede puede repetirse acerca de cada uno de ellos. He aquí modos de actuar, de pensar y de sentir que presentan la propiedad notable de que existen fuera de las conciencias individuales. Estos tipos de conducta o de pensamiento no son sólo exteriores al individuo, sino que están dotados de un poder imperativo y coercitivo en virtud del cual se imponen a él, lo quiera o no. Sin duda, cuando me conformo a él plenamente, esta coacción no se siente o se siente poco, ya que es inútil". DURKHEIM, Emile. *Las reglas del método sociológico.* Traducido por Ernestina de champourcín. Mexico: Fondo de Cultura Económica, 2001, p. 39 y ss.

[196] HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. I. Cit., 283.

de lo que se desea[197]. De este modo, la tipicidad "implica volver la vista a la experiencia ajena y confiar en que su buen suceso continuará al emplearla"[198].

La tipicidad es, pues, el reconocimiento que el ordenamiento jurídico hace a una conducta, que podemos denominar contrato o negocio[199-200], respecto de su utilidad para la obtención de aquello que interesa, y, ciertamente, es una garantía de su alta probabilidad de éxito. De este modo, la sociedad es el primer laboratorio de prueba y error, donde se filtran las formas negociales cuya estructura sólida logre resistir el intenso ajetreo económico-jurídico del comercio[201]. Esta es la conocida tipicidad social[202]. A pesar de esto, lograr la

[197] "Empleando el método antropológico de seguirle el rastro a la ontogénesis para descifrar la filogénesis, vale la observación de cómo proceden los infantes y preguntarse de donde extrajeron su conocimiento: el niño, deseoso de utilizar un juguete que no tiene consigo, dirá a quien lo detenta: préstemelo, regálemelo, se lo cambio, se lo compro. Y es evidente que esa actitud es producto de su anhelo vertido en el molde de una experiencia (de lo que ha visto hacer y decir a otros en circunstancias análogas)" HINESTROSA, Fernando. "Autonomía y tipicidad contractual". *Revista de Derecho privado.* 2013, No. 24, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, p. 3 – 13.

[198] HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol I. Cit., p. 278.

[199] "El negocio jurídico expresa una reglamentación de intereses vinculantes para aquel o aquellos que lo han puesto en marcha. El negocio jurídico es así un acto de autonomía privada y por ello es expresión del poder de auto-reglamentar los intereses". FERRI, Giovanni. *Il Negozio Giuridico*. Seconda edizione, Padova: Cedam, 2004, p. 37 y 38.

[200] "En el proceso de generalización y clasificación de las figuras y los conceptos es cierto que primero se afirmó la noción de "contrato", cuyo paradigma es el contrato de cambio (synallagma), y que solo posteriormente hizo presencia la noción de "negocio jurídico", como género comprensivo de todo acto de ejercicio de autonomía particular, del que aquel es la especie sobresaliente. En lo que respecta al negocio jurídico, el carácter último que lo identifica y define es el ejercicio de la autonomía particular, que se vierte necesariamente en figuras o tipos, a manera de crisoles". *HINESTROSA, Fernando. Tratado de las obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol I. Cit., p. 227.

[201] "El sistema de los tipos contractuales no es estático; podrá moverse en retardo respecto a la evolución socioeconómica, pero ciertamente evoluciona. Hay una evolución más evidente y es aquella debida a la emersión de un tipo legal nuevo; pero también hay, menos evidente y poco advertida, pero no menos importante, una evolución interna, imputable al diferente rol que el mismo tipo viene con el tiempo a asumir. Estos fenómenos están a menudo coligados: el nacimiento de un nuevo tipo provoca una serie de contragolpes en los tipos vecinos, y postula un nuevo reglamento en las fronteras; la evolución interna de un tipo puede constituir la fase preparatoria de un nuevo tipo. (…) la historia de los tipos contractuales conoce todo un florecimiento de contratos nacidos del deseo de eludir prohibiciones y normas congéneres: basta pensar en la historia de los contratos de crédito y en la prohibición de las usuras". DE NOVA. Giorgio. *Il tipo contrattuale.* Cit., p. 173 - 175

[202] "Se habla de tipicidad para indicar la manera como la sociedad y tras de ella el ordenamiento, responden a las exigencias de crear instrumentos o herramientas de que los particulares pueden valerse para impulsar su actividad, ante todo la económica, y alcanzar los bienes y servicios que apetecen y que cada día más han de solicitar del prójimo". HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: el Negocio Jurídico.* Vol I. Cit., p, 280.

tipicidad legal de un comportamiento, de una función determinada, implica todo un proceso de sedimentación de los elementos del tipo.

Piénsese en la manera en que fue fijada la definición y los elementos de cualquiera de los actuales contratos típicos: en su fase inicial, los contratantes llevaban a cabo actos dispositivos de sus intereses en los que depositaban plenamente la confianza del éxito de la satisfacción buscada. Si esta forma negocial resultaba exitosa, se repetía y su constante uso la extendía entre los comerciantes del medio. El transcurrir del tiempo acarrea la popularización del negocio exitoso, al propio tiempo que cada quien le imprimía sus propias modificaciones y adiciones en la estructura, en el reparto de los réditos y de los riesgos. El quehacer de los juristas se encargó de revelar que, a pesar de existir varios contratos similares, todos libaban su esencia del mismo tronco común, de una función general del contrato. Sin embargo, tal vez por el afán de buscar seguridad jurídica, igualdad procesal para que casos similares tengan soluciones idénticas, se estableció el tipo legal, o reconocimiento por el ordenamiento jurídico[203], como una camisa de fuerza inderogable por las partes con la cual no pueden escapar a la función general tipificada; es decir, se aprisionó y categorizó cada función general en tipos que se identifican con un determinado *nomen.* A partir de allí, se restringe la elasticidad de la función, pues la camisa de fuerza del tipo impide agregar clausulas o modificaciones que desborden los límites del tipo.

La principal implicación que el encarcelamiento de una función en un tipo acarrea es que la tutela y disciplina jurídicas se estructuran en rededor de la definición de los elementos *sine qua non* se configura el determinado tipo contractual. De este modo, las convenciones que toman como base un tipo contemplado en la ley, pero que añaden o modifican aspectos del tipo no contemplados en la ley, son relegadas al campo de la atipicidad y pierden la especifica protección que la normatividad le otorga al tipo base.

[203] "La tipicidad legal comienza por no reconocer como negocio sino aquellas figuras que tienen nombre y régimen dentro de la ley" HINESTROSA, Fernando. T*ratado de las obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: el Negocio Jurídico.* Vol I. Cit., p. 281.

Al respeto, la experiencia romana es muy ilustrativa: en sus orígenes, algunos contratos no contenían elementos que hoy consideramos de la esencia o de la naturaleza del negocio. Por ejemplo, la estructura originaria del contrato de sociedad contemplaba que el reparto de las utilidades se hacía de manera igualitaria entre todos los socios, sin importar el mayor o menor aporte realizado[204]. Del mismo modo, en el mandato no eran admisibles pactos que incrementaran el riesgo asumido por el mandante[205]. Frente a la compraventa, los juristas no toleraban la posibilidad de incluir en esta un pacto que versara sobre la *substantia*¸ ámbitos que consideraban inderogables, como el precio, posterior al contrato concluido, sino que estos pactos eran considerados como "*nuova emptio"*[206]. Bastante se debatió antes de que se lograse aceptar que la inclusión de pactos de reparto desigual en el contrato de sociedad, pactos de asunción de riesgo para una de las partes en el mandato y pactos modificativos del contenido de la compraventa eran elementos naturales y accidentales que no desnaturalizaban el tipo base, sino que, por el contrario, "pueden alterar la estructura normal de la relación agregando obligaciones accesorias, extendiendo o limitando la acción (...), con el únio límite de ser de respetar las características esenciales del negocio"[207].

---

[204] "La regla arraigada en la estructura originaria de la *societas* habría sido la de una igualdad de las cuotas de reparto de las utilidades entre *socii* presumiendo la igualdad de aportes (...). Además, sabemos por medio de las fuentes que un desigual aporte no producía *in re ipsa* cuotas desiguales en la distribución de las utilidades, no obstante lo cual tornaba admisibles *pacta* que, proporcionalmente a la desigualdad de los aportes, fijasen cuotas de distribución desigual de las utilidades y de las perdidas". CARDILLI, Ricardo. "el problema de la resistencia del tipo contractual en el derecho romano: entre natura contractus y forma iuris". En: R*oma e America: Revista de Derecho de la integración y unificación del derecho en Europa y América Latina*. 2008, No. 26, p. 161 - 220.

[205] Ibíd.

[206] "Hay allí aspectos de contenido de la compraventa que son percibidos por Papiniano como inderogables a los fines de la existencia concreta del contrato; y aspectos que – en cambio- resultan 'accesorios', es decir, que se han añadido históricamente al 'esqueleto' originario del tipo causal y que son susceptibles de ser modificativos a través de pactos sucesivos a la conclusión del contrato". Ibíd.

[207] "Tratándose de los contratos que daban lugar a los *bonae fidei iudicia,* la problemática de la inherencia de los pactos asume relieves más complejos, determinados de una parte por la valoración del *oportere* según la buena fe, que impone la exigencia de obrar conforme a aquello que se ha convenido, y de otra, por las modalidades en que eran convenidos dichos pactos, *in continente* o *ex intervalo,* los cuales determinaban el carácter autónomo o no de los mismos (...). Los *pacta adiecta in continenti* son plenamente reconocidos en los contratos de buena fe, comoquiera que, tal y como se ha manifestado reiteradamente, la necesidad de valorar la relación

A pesar de lo anterior, el jurista Ulpiano logró dimensionar la naturaleza cambiante de los negocios para extender la tutela jurídica contractual, que en su momento solo se otorgaba a los contratos nominados (típicos), a pactos que pretendían "modificar el contenido 'accesorio' típico del contrato", e incluso extender la tutela a partir de acciones nacidas por el pacto que introduce elementos por fuera de la naturaleza del tipo. Asimismo, acogió a los contratos atípicos (innominados) dentro del amparo del derecho[208].

Con todo, se aprecia que los juristas romanos se enfrentaron al hecho de que el contenido de un tipo contractual (*essentialia, naturalia* y *accidentalia)* es definido según las necesidades que el momento histórico[209] y el carácter complejo que las relaciones sociales demanden. Cuando el contenido del contrato de un momento histórico se sedimenta, se solidifica (se tipifica), la autonomía contractual se ve enfrascada en un determinado tipo negocial[210] y solo la fricción generada por el acelerado tráfico comercial es capaz de satisfacer los intereses en juego y disolver el sedimento típico, dando paso al natural movimiento variable de la libertad contractual.

Siendo ello así, cabe afirmar que la tipificación de conductas o contratos es un útil elemento que permite un estudio estratégico de las posibilidades negociales y conflictivas en un contrato determinado[211]. No obstante, la tipicidad es

según el *oportere ex fide bona* impone examinar el vínculo integrándolo conforme realmente las partes hubiesen querido constituirlo, lo cual implica la consideración de los pactos mediante los cuales las mismas han modelado el acuerdo, en cuanto tales pactos contribuyen a conformar el contenido de la obligación. De manera que dichos pactos son asumidos como parte integral del contrato mismo y, por ende, participan de la tutela prevista para este último" NEME VILLAREAL, Martha. *La buena fe en el derecho romano: extensión del deber de actuar conforme a buena fe en materia contractual*. Primera Edición. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2010, p.359 y 360.

[208] Cfr. Digesto 2.14.7-1-2-3-4.

[209] CARDILLI, Ricardo. "el problema de la resistencia del tipo contractual en el derecho romano: entre natura contractus y forma iuris". En: R*oma e America: Revista de Derecho de la integración y unificación del derecho en Europa y América Latina*. 2008, No. 26, p. 161 - 220.

[210] "Ni *ius,* ni *forma*, ni *natura* hacen referencia a una estructura eterna e inmodificable del contrato; por el contrario, tales términos diagraman un terreno cuyos límites deben ser permanentemente valorados y reconsiderados en el curso del tiempo". Ibíd.

[211] "nacido para obviar las insuficiencias del concepto general, abstracto, propio de la lógica clásica, el tipo ha encontrado dificultades de adaptación en la ciencia jurídica, tradicionalmente hostil a todo lo que aparece, estructuralmente, dotado de confines imprecisos". DE NOVA, Giorgio. *Il tipo contrattuale*. Cit., p. 122.

incompleta y adoptar una postura radical, atrincherarse en el tipo y excluir las situaciones no contempladas por la ley, conduce a escenarios de aguda tensión y limitación injusta de la autonomía contractual. Retomamos, así, las ideas expuestas atrás sobre el proceso de *tipizzazione,* en donde el operador jurídico reconduce forzosamente a esquemas típicos los negocios no contemplados en la ley creados por las partes, con el único propósito de dar solución a la controversia mediante la aplicación del régimen o disciplina que la ley ha contemplado para los contratos típicos[212]. Esta actuación atropella completamente la autonomía privada[213] y restringe el movimiento o desarrollo natural de los contratos a los esquemas previstos por el ordenamiento.

De ese modo, se podría afirmar que estamos en un medio de dualidad entre tipicidad y atipicidad, mas, ciertamente, tal juicio es un error de apreciación, pues al examinar las funciones que se esconden tras la máscara del tipo se evidencia que todos los contratos obedecen a una misma función general básica. Defender absolutamente la tipicidad y encasillar las funciones individuales en rígidos compartimentos típicos y estancos, impide la movilidad del contrato, la simbiosis y mixtura con otras funciones, retrasa el avance del derecho hacia la globalización de los contratos. La atipicidad es el caldo de cultivo donde nacen los negocios que las cambiantes relaciones jurídico-comerciales requieren.

Hemos visto hasta aquí que la tipificación de un contrato genera una resistencia que dificulta la modificación o aparición de nuevos esquemas contractuales. Esta es la razón de la tendencia a excluir la atipicidad o reconducirla hacia la tipicidad. A pesar de esto, no podemos olvidar que nuestro derecho funciona a partir de la tipología de los contratos, por lo cual tratar meramente de develar las funciones

---

[212] "La actitud de la jurisprudencia no es, como sería razonable esperar, el establecer directamente si el contrato en examen pertenezca a una o a otra categoría para aplicar al menos tal normativa. También aquí prevalece la tendencia a la utilización: el contrato en examen es reconducido a un tipo, el tipo es clasificado en una u otra categoría, y solo entonces se aplica la disciplina dictada por la parte general de los contratos. DE NOVA, Giorgio. *Il tipo contrattuale*. Cit., p. 10.

[213] "La jurisprudencia elabora una serie de 'correspondencias fijas entre lo querido y sus consecuencias ulteriores', predicando, en presencia de una voluntad contractual genérica, la existencia de efectos que las partes no han previsto, pero que el intérprete tiene como razonables, normales y, en ese sentido, típicos". DE NOVA. Giorgio. *Il tipo contrattuale*. Cit., p. 13.

que enmascaran los tipos y las figuras atípicas puede ser insuficiente en el ámbito de la interpretación judicial. La doctrina propone al principio de buena fe y a las cláusulas que de él emanan como solución para el problema interpretativo frente a la dualidad de tipicidad-atipicidad, negocios que exceden las previsiones legales[214] y negocios socialmente típicos. Pensamos que a lo anterior debe agregarse el racional juicio acerca de la necesidad y función social que representa el contrato que no ha sido previsto por la ley. Ello permitiría llevar a cabo el análisis del contrato atípico de manera independiente, sin contaminarse con otros tipos contractuales, respetando la autonomía contractual y dando prevalencia a las funciones que las partes han considerado principales, aquellas que los encaminaron a confeccionar tal esquema atípico.

Por último, y para responder el interrogante planteado, consideramos que la manera hallar el limite más allá del cual un tipo se vería desnaturalizado es haciendo abstracción de la función última que subyace a toda la estructura negocial[215]. Así, cuando las funciones individuales agregadas al tipo base se vuelvan contrarias, o su fin último sea diferente, a la utilidad perseguida por el tipo, el contrato deberá pasar a tener otro nombre, encajará en otro tipo o será atípico. De esta manera, se dota al tipo de una gran elasticidad que solo se rasgaría cuando las funciones individuales contravengan la función general del tipo. De modo que mientras un negocio creado a partir de un contrato típico, pero con las adiciones requeridas por el interés de las partes, obedezca la función general del tipo según el cual es creado, se mantiene dentro de los lineamientos de la tipicidad.

---

[214] DE NOVA. Giorgio. Il tipo contrattuale. Cit., p. 6; a al misma conclusión llegan CIOFFI Y BIAGIO: “per individuare la disciplina applicabile non si dovrà sussumere l’atto nella fattispecie astratta, che connota il tipo legale, ma si dovranno impiegare i principi di ragionevolezza, adeguatezza e proporzionalità”. CIOFFI, Nicola y BIAGIO, Carmine. "La Crisi Del Tipo Contrattuale". *Formamente.* Vol. 11, 2016, Supplement, p. 46, disponible en: search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=asn&AN=122732351&lang=es&site=ehost-live

[215] “para desglosar el concepto general abstracto se ponen en evidencia todos los elementos esenciales, comunes a todos los individuos del grupo, prescindiendo de las diferencias no esenciales; las características así aisladas e individualizadas se colocan una junto a la otra para formar el concepto”. DE NOVA. Giorgio. *Il tipo contrattuale.* Cit., p. 126.

3.3. Función del *underwriting*: ¿comisión? ¿gestión de negocios? ¿fiducia? ¿compraventa de valores? ¿Mandato?

A menudo relacionamos los nuevos conceptos e ideas con aquellas que ya conocemos para lograr entenderlas. Por ello, al pensar en el *underwriting* tratamos de entenderlo mediante su similitud con alguno de los contratos que el ordenamiento prevé. Al llevar a cabo tal ejercicio para entender este esquema contractual, lógicamente se piensa en las funciones de administración, de gestión, de promoción, de explotación y ejecución de negocios ajenos, propias del tipo general de mandato y, en particular, de los negocios que de él se derivan[216].

Se evidencia, así, que el *underwriting* pertenece al género de contratos derivados de la función general del mandato, por lo que nos corresponde reconocer en él las funciones particulares que lo individualizan.

Resulta interesante percatarse de que el debate acerca de la admisibilidad del *underwriting* en nuestro ordenamiento reconduce a evaluar la posibilidad de que las instituciones que profesionalmente se dedican a la actividad fiduciaria y aquellas que tienen por objeto fundamental la celebración del contrato de comisión sobre valores, los comisionistas de bolsa, puedan operar estos negocios.

Tal como se expuso en el aparte acerca de la capacidad para llevar a cabo el *underwriting* por parte de las sociedades comisionistas, es pacífico el hecho de que estas están facultadas para fungir como intermediarios en la colocación de valores, así como para asumir riesgos de prefinanciación y garantía de la

[216] Podemos afirmar que, según las definiciones legales, la función general del contrato de mandato es la de delegar la administración (gestión o ejecución) de un negocio a otra persona, quien se obliga a administrarlo por su propia cuenta. Así, el artículo 2142 del Código Civil afirma que "el mandato es un contrato en que una persona confía la gestión de uno o más negocios a otra, que se hace cargo de ellos por cuenta y riesgo de la primera"; en el mismo sentido, el Código de Comercio, en su artículo 1263, complementa lo anterior en los siguientes términos: "El mandato comercial es un contrato por el cual una parte se obliga a celebrar o ejecutar uno o más actos de comercio por cuenta de otra". Derivado de ello se puede apreciar que el artículo 1287, respecto del contrato de comisión, afirma su relación de especie respecto del mandato así: "La comisión es una especie de mandato por el cual se encomienda a una persona que se dedica profesionalmente a ello, la ejecución de uno o varios negocios, en nombre propio, pero por cuenta ajena".

operación; todo lo cual nos permite ver la relación de género próximo existente entre el *underwriting* y la comisión de valores, respecto de las funciones que ambos negocios entrañan: la gestión de un negocio por parte de un profesional del mercado que otorga seguridad al *underwriter*.

Sin embargo, el *underwriting* no se agota en la ejecución de un negocio, sino que implica una asesoría previa a la emisión, un acompañamiento, una confianza adicional en tanto que el futuro de la actividad económica de una sociedad se pone en riesgo. No en vano se discutió la posibilidad de que las sociedades fiduciarias fueran las abanderadas de la operación.

No hay que dejar de lado que la fiducia también hace parte del género de negocios derivados del mandato, pues su propósito no es otro que el de administrar unos bienes en aras de cumplir un objetivo indicado por el constituyente[217]. Cuando se habla de fiducia se hace referencia a los negocios fiduciarios en materia comercial. Estos negocios se ramifican en dos especies: la fiducia mercantil y el encargo fiduciario[218].

El elemento esencial y distintivo de la fiducia mercantil es el hecho de que el fideicomitente deba transferir unos bienes al fiduciario, confiando en que este los administrará y alcanzará el resultado esperado[219]. Esta finalidad encaja, *a priori*,

---

[217] Nuestro Código de Comercio. la define, en el artículo 1226, como "un negocio jurídico en virtud del cual una persona, llamada fiduciante o fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de este o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario".

[218] "Los negocios fiduciarios son actos de confianza en virtud de los cuales una persona entrega a otra uno o más bienes determinados, transfiriéndole o no la propiedad de los mismos, con el propósito de que ésta cumpla con ellos una finalidad específica, bien sea en beneficio del fideicomitente o de un tercero. Incluye la fiducia mercantil y los encargos fiduciarios, al igual que los negocios denominados de fiducia pública y los encargos fiduciarios públicos de que tratan la Ley 80 de 1993 y disposiciones complementarias. Cuando hay transferencia de la propiedad de los bienes se está ante la denominada fiducia mercantil regulada en el art. 1226 y siguientes del Código de Comercio. Si no hay transferencia de la propiedad se está ante un encargo fiduciario y aplican a éstos las disposiciones que regulan el contrato de fiducia mercantil y, subsidiariamente, las disposiciones del Código de Comercio en relación con el contrato de mandato en los términos señalados en el numeral 1 del art. 146 del EOSF". Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera. Circular Externa No. 029 de 2014, Parte II, Título II, Capítulo I, numeral 1.1.

[219] Resulta interesante la explicación que el profesor Rengifo plantea acerca de la llamada "potestad de abuso derivada de la transmisión al fiduciario" de los bienes objeto del fideicomiso. En efecto, afirma el citado autor que la fiducia "se caracteriza por la transferencia efectiva dl

en el esquema de financiación propuesto en el *underwriting*. No obstante, hay que evaluar algunas particularidades.

A pesar de que en la definición del Código de Comercio se indica que el fideicomitente debe transferir unos bienes al fiduciario, bienes que no ingresan al patrimonio del fiduciario, sino que se crea un patrimonio autónomo compuesto por ellos y cuya vocería y administración -representación- está en cabeza del fiduciario[220].

De este modo se evidencia que mediante el contrato de fiducia mercantil es viable llevar a cabo la operación de *underwriting* en las modalidades, al mejor esfuerzo y de todo o nada; por otro lado, debido a que el fiduciario no está facultado para adquirir de manera definitiva la propiedad de los valores, no sería posible la modalidad en firme; lo cual resulta consonante con la prohibición prevista para las instituciones fiduciarias de realizar contratos en los que se tome una posición propia[221], esto es, en los que el fiduciario se comprometa a un determinado resultado o a pre-financiar una actividad, pues, como se explicó, estas instituciones financieras no tienen como propósito poner en riesgo su propio patrimonio[222], con lo cual se cierra totalmente la posibilidad de que llevar a cabo el *underwriting* en firme y en garantía mediante fiducia mercantil.

Por otro lado, en todos los negocios fiduciarios no es necesaria esa transferencia de la propiedad [223], cuando se realiza mediante la modalidad que se ha denominado encargo fiduciario. Este negocio se encuentra ampliamente aceptado y disciplinado por las normas que dan vida al sistema financiero; pero

---

derecho de propiedad de manos del constituyente al fiduciario, excediendo por regla general de este medio técnico a la finalidad buscada por las partes, pero compensando el exceso por un elemento obligatorio de origen contractual que busca mitigar los efectos de la transferencia, limitando las facultades del fiduciario para que las encauce en beneficio del constituyente o un tercero". RENGIFO, Ernesto. *La fiducia mercantil y pública en Colombia.* Tercera Edición. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2012, p. 56.

[220] "Para todos los efectos legales, los bienes fideicomitidos deberán mantenerse separados del resto del activo del fiduciario y de los que correspondan a otros negocios fiduciarios, y forman un patrimonio autónomo afecto a la finalidad contemplada en el acto constitutivo". Código de Comercio, artículo 1226.

[221] Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663 de 1993, artículo 29, núm. 3. Cit.

[222] Superintendencia financiera, concepto 90007954-5. Cit.

[223] Superintendencia Financiera. Circular Básica Jurídica. Circular Externa No. 029 de 2014, Parte II, Título II, Capítulo I, numeral 1.1. Cit.

a pesar de esto, el ordenamiento no le ha asignado una definición ni una reglamentación exhaustiva, es decir que en realidad el encargo fiduciario es un contrato atípico. Paradójicamente, el Estatuto Orgánico del Sistema financiero solo se refiere al encargo fiduciario para remitir su disciplina a las normas del mandato mercantil del Código de Comercio. De manera que este negocio posibilita a las sociedades fiduciarias llevar a cabo otros mandatos diferentes a la fiducia mercantil, en los que no sea necesaria la transferencia de la propiedad como un elemento esencial del negocio.

Ahora bien, como lo expusimos, las entidades de control y regulación debatieron sobre la posibilidad de llevar a cabo *underwriting* por parte de las sociedades fiduciarias y concluyeron que la única posibilidad era realizarlo mediante encargo fiduciario, de manera que el fiduciario no podría adquirir la titularidad de los valores emitidos, lo que impide la posibilidad de llevar a cabo el *underwriting* en firme. A tal efecto, la Superintendencia de Valores calificó al *underwriting* como un encargo fiduciario, para lograr que la operación le fuese autorizada a las sociedades fiduciarias.

Al respecto, queremos señalar que no compartimos la calificación que realiza la Superintendencia en relación con *underwriting* como encargo fiduciario, toda vez que este posee una autonomía propia que no lo circunscribe a tal negocio, aun cuando comparta con este el pertenecer al género del mandato, tampoco requiere la separación patrimonial que acompaña al encargo fiduciario ni la trasferencia de la propiedad que exige la fiducia mercantil.

Así las cosas, si bien la comisión, la fiducia y el *underwriting* comparten el género común del mandato, pues la función original de todos ellos parte de allí, las especificidades del *underwriting* lo diferencian de aquellos según la modalidad que se trate. Es provechoso el ejercicio atrás realizado, pues al hacerlo se esclarecen los elementos que especifican la función del *underwriting* dentro del género de negocios derivados del mandato, pues tal función general no es suficiente para individualizarlo.

El *underwriting* adquiere vigor al ser concretado mediante sus modalidades o expresiones de las diferentes funciones individuales que el contrato puede

resistir. En ese sentido, cada una de las funciones individuales de las modalidades del *underwriting* tienden a identificarse con prestaciones que lo especifican dentro del mandato tratándose del *underwriting* al mejor esfuerzo y del *underwriting* de todo o nada en las que resaltan la diligencia del *underwriter*, la colocación de valores, el conocimiento del mercado, la asesoría en la estructuración del proceso y la financiación como objeto.

Cosa diversa sucede, con el *underwriting* en firme que garantiza el resultado de la operación de colocación, pues la función individual de las modalidades en firme y en garantía aseguran al emisor que efectivamente la operación traerá como resultado la colocación de la totalidad de la emisión y, por ende, la obtención de la financiación buscada, con lo cual se extiende la amplitud de la obligación del *underwriter*, que adquiere la naturaleza de "obligación de garantía", todo lo cual le otorga una diferencia específica respecto de las otras modalidades de mandato.

En línea con todo lo expuesto, podemos afirmar que, tal como los contratos examinados, el underwriting es una especie de mandato, contenedor de funciones individuales propias que lo diferencian de los demás negocios derivados del mandato y que lo dotan de identidad propia, a pesar de que la carencia de disciplina legal nos obligue a encauzar su operación mediante contratos próximos a él, con los que comparte fundamento inmanente. Así pues, el underwriting tiene como fin último, subyacente a toda la estructura contractual, la financiación que la actividad comercial del interesado -emisor- requiera, lo cual se logra mediante la gestión de los valores emitidos por conducto de un intermediario, para lo cual se llevan a cabo transferencias del derecho de propiedad sobre los mismos, garantías y acuerdos de prefinanciación dentro de un esquema alternativo que no pretende atar al empresario con intrincadas clausulas, condiciones e intereses, que terminan desincentivando la actividad económica del sector real de la economía.

CONCLUSIONES

En este estudio hemos visto el origen primigenio del underwriting y los cambios que lo condujeron a convertirse en el contrato que conocemos en la actualidad. Asimismo, analizamos la historia de las circunstancias económicas que durante el siglo XX acomodaron el terreno para que el contrato floreciera en nuestra practica comercial y financiera; se evidenció que la operación se mostró como una vía de escape a las dificultades económicas del país. Dentro de ese análisis, vimos la fricción que su inclusión causó, particularmente frente a quién está en capacidad de llevar a cabo la operación y la posible tipicidad de la misma.

Tomando como referencia las experiencias de nuestros vecinos en la región proporcionamos una definición de *underwriting* en la que, consideramos, se incluyen todos los elementos que definen a nivel nuclear la operación: el rol del emisor ávido de recursos, el papel del *underwriter* como un experto asesor y vehículo transportador de la emisión hacia el mercado.

Con posterioridad a ello, estudiamos en detalle las normas del sistema financiero que tocan al *underwriting* de cara a los elementos que lo constituyen como un negocio jurídico. Examinamos los aspectos de capacidad que hacen posible que diferentes instituciones del sistema financiero puedan realizar la operación en determinadas condiciones, puntualmente en el caso de las sociedades fiduciarias y las sociedades comisionistas de bolsa aparece más clara esta posibilidad; también analizamos las obligaciones objeto del negocio y la causa, entre otros aspectos. Con todo, mostramos una cara del underwriting que lo postula como un contrato completo, fértil y ciertamente muy útil en la consecución del propósito de financiación de las sociedades emergentes.

Finalmente, evaluamos la triada existente entre autonomía, función contractual y tipicidad legal. Logrando llegar a desenlaces más allá del simple análisis legal. Frente a esto, consideramos pertinente hacer las siguientes reflexiones: con lo visto, es acertado afirmar que las funciones que cumple el *underwriting* son una extensión o complemento al eje toral que constituye el mandato utilizado como medio de financiación de una actividad económica; por ello, a pesar de que las especificidades de la operación tienen una disciplina legal dispersa e incompleta,

el *underwriting* no cuenta en nuestro ordenamiento con una definición que delimite sus elementos esenciales, accidentales y sus modalidades, por lo cual no puede ser considerado un 'negocio fiduciario', o a cualquier otro de los contratos típicos propuestos por la normativa, o simplemente asimilado al contrato de mandato, no obstante resaltar que participa de las condiciones que lo definen como parte de ese género, pues posee particularidades que lo individualizan.

Con esta afirmación, consideramos que el contrato de underwriting es un negocio de naturaleza atípica, y exhortamos la tutela y el cobijo legal de la operación, vista su utilidad e individualidad, que lo hacen merecedor de ello.

Sin embargo, es de resaltar que el desconocimiento de la naturaleza del contrato conduce a temer su desarrollo al amparo de la autonomía contractual, en aras de buscar seguridad jurídica; esto restringe el desarrollo natural de nuevas formas de buscar la satisfacción de intereses y la integración de la globalización en el propio ordenamiento. Como vimos, al *underwriting* subyace la típica función de financiación de la actividad empresarial. Examinar la tipología contractual en términos de funciones prevé una perspectiva integral acerca de la verdadera naturaleza de la operación, permitiendo su incorporación en el catálogo de contratos aceptados y ofrecidos por el ordenamiento, haciendo la salvedad de que su núcleo funcional lo acerca, pero no lo identifica, a los contratos de comisión, encargo fiduciario y fiducia mercantil.

En síntesis, a pesar de su origen foráneo, el *underwriting* es un negocio jurídico dotado de solidos elementos estructurales que, al ser sobrepuestos en los cauces legales de nuestro ordenamiento, lo sostienen y dan vigor de cara al intenso ajetreo comercial. El desarrollo de este contrato exige cumplir con los requisitos de capacidad y con las formalidades que el rigor de la actividad financiera exige y puede ser definido como un contrato consensual, atípico, oneroso y, bien podría decirse, plurilateral, según la estructura que involucra al emisor, el *underwriter* y el inversor, en donde todos asumen obligaciones. Esta operación es un negocio que responde al avanzado contexto socioeconómico del mundo actual, necesario para cumplir con las demandas de financiación que

siempre han aquejado toda actividad empresarial, más aún en las dificultades económicas que los últimos tiempos, y los que vendrán, nos imponen.

BIBLIOGRAFIA

ARGÜELLO, Camilo. *El Contrato de Underwriting y la Responsabilidad Civil en la Emisión y Colocación de Valores*. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana, 2013. Disponible en: https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/9974/ArguelloLievanoCamilo2013.pdf?sequence=1&isAllowed=y

ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. Contratos Mercantiles: Contratos atípicos, Octava edición. Bogotá: Legis, 2015.

AUQUILLA, Remigio y SERRANO, Juan. *El Contrato de Underwriting*. Trabajo de graduación previo a la obtención del título de Abogado de los Tribunales de Justicia de la Republica [Ecuador]. Cuenca: Universidad del Azuay, 2016. Disponible en: http://dspace.uazuay.edu.ec/bitstream/datos/5788/1/12108.pdf

Autorregulador del Mercado de Valores. *Conozca los Diferentes Sistemas de Información del Mercado de Valores* [En línea]. 2016, Consultado el 13 de julio de 2018. Disponible en: http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20160920132510.pdf

BEATTIE, Andrew. *History of Insurance*, en Investopedia [Online]. Consultado el 20 de abril de 2018. Disponible en: https://www.investopedia.com/articles/08/history-of-insurance.asp

BIANCA, Massimo. *Derecho civil. 3 el contrato.* Fernando Hinestrosa [trad.]. Segunda edición, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2007.

Business Dictionary. *Underwriter*, [en línea] en: http://www.businessdictionary.com/definition/underwriter.html

California Insurance CE. *Introduction to underwriting*. Disponible en: https://www.ceclass.com/164.pdf.

CARDILLI, Ricardo. “el problema de la resistencia del tipo contractual en el derecho romano: entre natura contractus y forma iuris”. En: *Roma e America: Revista de Derecho de la integración y unificación del derecho en Europa y América Latina*. 2008, No. 26, Bogotá.

CIOFFI, Nicola y BIAGIO, Carmine. "La Crisi Del Tipo Contrattuale." *Formamente.* 2016, vol. 11, Supplement, pag. 46, disponible online en search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=asn&AN=122732351 &lang=es&site=ehost-live.

Código Civil, Ley 57 de 1887.

Comisión Nacional de Valores, “El significado del seminario sobre underwriting de valores*”. E*n *Seminario sobre Underwriting de valores*. Bogotá, 1984.

Consejo de Estado, Sección Primera. Sentencia No. 11001 0324 000 2007 00050 01 de 2010. Bogotá, M.P. Rafael Ostau de Lafont Pianetta.

Constitución Política de 1991.

CONYNGTON, Thomas. *Corporation Procedure.* New York, The Ronald Press Company, 1922.

COVERHOUND. *What is Insurance Underwriting?* [Online]. 2012. Consultado el 14 de agosto de 2017. Disponible en: https://coverhound.com/insurance-learning-center/what-is-insurance-underwriting

CHINCHILLA, Carlos. “El deber de información contractual y sus límites”. *Revista de Derecho Privado*. 2011, No 21, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

DE NOVA, Giorgio. Il Contratto: dal contratto atipico al contratto alieno. Milano: Cedam, 2011.

DE NOVA. Giorgio. Il tipo contrattuale. Padova: Cedam, 1974.

DURKHEIM, Emile. *Las reglas del método sociológico*. Ernestina de champourcín (trad). Mexico: Fondo de Cultura Económica, 2001.

FERNANDEZ, Jórge. *Revista Ius Et Veritas*. 1998, No. 17, Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.

FERRI, Giovanni. Il Negozio Giuridico. Seconda edizione. Padova, Cedam, 2004.

GALEANO, Eduardo. *Las Venas Abiertas de América Latina.* Séptima edición, Buenos Aires: Siglo Veintiuno Editores, 1974.

GAZZONI, Francesco. *Manuale di diritto privato.* VII edizione, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1998.

GROSSO, Giuseppe. *Las obligaciones, contenido y requisitos de la prestación.* Traducido por Fernando Hinestrosa. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2011.

GUERRERO DELGADO, Camilo. *El contrato de underwriting*. Monografía para optar por el título de abogado. Chía: Universidad de la Sabana, 2000. Disponible en: https://core.ac.uk/download/pdf/47069385.pdf.

HINESTROSA, Fernando. Autonomía y tipicidad contractual. *Revista de Derecho privado.* 2013, No. 24, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico. Vol I*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2015.

HINESTROSA, Fernando. *Tratado de las Obligaciones II. De las fuentes de las obligaciones: El Negocio Jurídico.* Vol. II. Bogotá: Universidad externado de Colombia, 2015.

HOMMES, Rudolf. “Reforma Financiera”. En: Evolución, Crisis y Reforma del Sistema Financiero. Mauricio Avella [compilador]. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia, 1987.

HOMMES, Rudolf. “Reforma Financiera”. En: S*eminario sobre Underwriting de Valores.* Bogotá: Comisión Nacional de valores, 1984.

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

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. “Abertura de Capital” [En línea], en http://ibmec.org.br/empresario/financiamento-de-empresas/abertura-de-capital/

JUSTINIANO*. Corpus Iuris Civilis*. Traducido por I. GARCIA del CORRAL. Tomo 3, Editorial Lex Nova, Barcelona, 1889.

LAFONT PIANETTA, Pedro. *Manual de contratos. Panorama de la, negociación y contratación contemporánea.* Primera edición, Tomo 2, Bogotá: Ediciones Librería del Profesional, 2001.

Ley 1328 de 2009, “Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones”.

Ley 32 de 1979, “por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y otras disposiciones”.

Ley 45 de 1990, “por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y otras disposiciones”.

LOPEZ, Fernando. *Teoría de los Contratos. Parte general.* Cuarta edición, Buenos Aires: Zavalia, 1996.

LOPEZ, Fernando. Teoría de los contratos: Parte general. Tomo I. Buenos Aires, Zavalia, 1997.

LOUGH, William. *Business Finance, A Practical Study of Financial Management in Private Business Concerns*. Ann Arbor: Ronald Press Company, 1917

MARTINEZ, Fernando. "Financiación Empresaria y contrato de Underwriting". *Revista de Derecho Empresario* [En línea]. 2005, No. 2. Disponible en: http://www.ijeditores.com.ar/articulos.php?idarticulo=36829&print=1

MEISEL, Adolfo; LÓPEZ, Alejandro y RUIZ, Francisco. *Kemmerer y el Banco de La Republica.* Bogotá: Banco de la Republica, 1994.

MESINEO, Francesco. *Dottrina Generale del Contratto.* Terza edizione, Milano: Dott. A. Giufré - Editore, 1948.

MINERVINI, Gustavo. *Il Mandato, la Comissione, la Spedizione.* Primer tomo, volumen octavo, Turín: Unione Tipografico, Editrice Torinese.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 663 de 1993, "por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración".

MISAS ARANGO, Gabriel. *Evolución, Crisis y Reforma del Sistema Financiero.* Mauricio Avella [compilador]. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia, 1987.

MÚNERA PELÁEZ, Carlos Andrés. *Estudio sobre el Contrato de Underwriting en Colombia* [en línea] agosto de 2015. Consultado el 30 Octubre 2017. Disponible en: https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/8098/Carlosandres_MuneraPelaez_2015.pdf?sequence=2

NAVARRETTA, Emanuela. "Las razones de la causa y el problema de los remedios. Evolución histórica y perspectivas en el derecho europeo". *Revista de Derecho Privado*. 2006, No. 11, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

NEME VILLAREAL, Martha. “El principio de buena fe en materia contractual en el sistema jurídico colombiano”. *Revista de Derecho Privado.* 2006, Num. 11, Bogotá, Universidad Externado de Colombia.

NEME VILLAREAL, Martha. *La buena fe en el derecho romano: extensión del deber de actuar conforme a buena fe en materia contractual.* Primera Edición. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2010.

OCAMPO, José Antonio. *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951 – 2014.* Bogotá: El Tiempo Casa Editorial, 2015.

PANZARELLI, Amalia y PIQUERO, Jaime. *Revista Dermatología Venezolana.* 2008*,* vol. 46, no. 1, Sociedad Venezolana de Dermatología Médica, quirúrgica y Estética, Caracas.

PIANETTA LAFONT, Pedro. *Manual de contratos.* Tomo I, Bogotá: Librería Ediciones del Profesional, 2016.

Presidente de la República. Decreto 1121 de 2008, “por el cual se reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones”.

Presidente de la República. Decreto 1730 de 1991, “Por el cual se expide el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero”.

Presidente de la República. Decreto 2555 de 2010, “Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones”.

Presidente de la República. Decreto 410 de 1971, “por el cual se expide el Código de Comercio Código de comercio.

RENGIFO, Ernesto. La fiducia mercantil y pública en Colombia. Tercera Edición. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2012.

REUTERS, Thomson. *Practical Law*. *Underwriting Agreement, [en linea] en: https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-382-3889?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1*

RICÓN CÁRDENAS, Erik. *El sistema financiero del siglo XXI a partir de la ley 45 de 1990.* Bogotá: Editorial Universidad del Rosario, 2011.

ROMERO, Jorge. "Underwriting: Contrato Financiero Moderno", en *Revista de Ciencias Jurídicas.* 2006, No. 109, Disponible online: http://files.gerenciafinanciera.webnode.es/200000077-6007461fb9/juridicas-109-05.pdf

ROPPO, Enzo. *Il Contratto.* Bologna: Società Editrice Il Mulino, 1977

SAVAUX, Eric. "el nuevo Derecho francés de obligaciones y contratos". Anuario de Derecho Civil. 2016, Tomo LXIX, fasc. III., p. 720. Disponible en: https://www.boe.es/publicaciones/anuarios_derecho/abrir_pdf.php?id=ANU-C-2016-30071500741_ANUARIO_DE_DERECHO_CIVIL_El_nuevo_Derecho_franc%E9s_de_obligaciones_y_contratos

STEVENSON, George. "Underwriting". En *The Annals of the American Academy of Political and Society Science*. 1925, vol. 25.

Superintendencia Bancaria, Concepto 121-90026873-1 del 8 de agosto de 1990.

Superintendencia Bancaria, Concepto 90007954-51992 del 19 de noviembre de 1992.

Superintendencia Bancaria, Concepto 93013004-21993 del 12 de noviembre de 1993.

Superintendencia de Valores, Concepto 01/003933 del 21 de septiembre de 1992.

Superintendencia de Valores, Concepto 9701026-11997 del 28 de enero de 1997.

Superintendencia de Valores, Concepto DJ P 36 de 1986.

Superintendencia de Valores. Circular Básica Jurídica, No. 007 de 1996, Titulo Primero, Capitulo VIII, núm. 2.1.

Superintendencia de Valores. Concepto 97-12261 de 2000.

Superintendencia de Valores. Concepto No. 9717992 del 29 de enero de 1998.

Superintendencia de Valores. Resolución 1201 del 22 de noviembre de 1996.

Superintendencia Financiera de Colombia. *Cartilla sobre el mercado de valores.*

Superintendencia Financiera, Circular externa 024 de 2016, anexo PII, negocios fiduciarios.

Superintendencia financiera, concepto 90007954-5 del 19 de noviembre de 1992.

Superintendencia Financiera, Resolución 400 del 22 de mayo de 1995.

Superintendencia Financiera. Conceptos Básicos del Mercado de Valores, 2008.

Superintendencia Financiera. Síntesis de Conceptos, Boletín 01 del 1 de enero de 1998.

TABOADA, Jorge; GÓMEZ, Carlos y LLANO, Enrique. “Funciones Económicas y Financieras del Underwriting”. *Revista de Derecho Privado.* 1990, No. 7, volumen 5, Bogotá: Temis, 1990.

VAN AGTMEL, Antonie. “Underwriting in Emerging Securities Markets the Experiences of: Brazil, Korea, Mexico, Tailand, Argentina, Jordan, Chile, Nigeria, Velezuela and Indonesia”. En: *Seminario sobre Underwriting de Valores.* Bogotá, 1984.