

UNDERWRITING: CONTRATO FINANCIERO MODERNO

Dr. Jorge Enrique Romero-Pérez^()*

Catedrático de Derecho Económico Internacional
Director del Instituto de Investigaciones Jurídicas
Facultad de Derecho. Universidad de Costa Rica

(Recibido 30/04/06; aceptado 28/06/06)

(*) e-mail: jorgerp@hotmail.com; y, jorgerp9@yahoo.com.
Telfax (506) 250-1160; y, (506) 259-4844
Apartado postal 1264 Y Griega 1011, San José Costa Rica

RESUMEN

El acceso al mercado de capitales por parte de las empresas es importante en el marco de la globalización financiera actual.

El contrato de *underwriting* facilita a las empresas acceder al mercado financiero para obtener los recursos económicos que requieren.

Palabras clave: contrato, empresarios, finanzas, mercado, underwriting.

ABSTRACT

The access to the market of capitals on the part of the companies is important in the mark of the current financial globalization.

The underwriting contract facilitates to the companies to consent to the financial market to obtain the economic resources that require.

Key words: contract, entrepreneur, finances, market, underwriting.

SUMARIO

Introducción

1. Concepto
2. Etimología
3. Origen histórico
4. Naturaleza jurídica
5. Caracteres de este contrato
 - A) Estructurales
 - B) Funcionales
6. Objeto
7. Función económica
8. Proceso de la contratación en underwriting
9. Etapas en relación de la empresa emisora con el underwriter
10. Partes
 - A) Entidad emisora
 - B) Underwriter
11. Tipos de underwriting
12. El contrato de underwriting en nuestro mercado
13. Obligaciones de las partes
14. Derechos de las partes
15. Underwriter y sociedades de inversión
16. El caso de Atlas Eléctrica
17. Legislación

Conclusión

Bibliografía

INTRODUCCIÓN

De acuerdo con el desarrollo del capitalismo en la actualidad, este convenio permite el fortalecimiento financiero de las personas interesadas en ello.

En este escrito, se analizará la etimología, definición, naturaleza jurídica, origen, caracteres contractuales, objeto, partes, función económica, tipos o clasificación de este contrato, obligaciones y derechos de las partes y legislación.

Bien expresó Picado (1999) que el endeudamiento como medio para lograr financiamiento, representa en la actualidad una seria inconveniencia para las empresas. El desarrollo y la solidez de éstas, se ven gravemente comprometidos con el aumento de los pasivos. Es urgente entonces, procurar expedir la vía hacia el financiamiento sin necesidad de aumentar la deuda. La negociación accionaria constituye un instrumento idóneo al respecto. Sin embargo, tal negociación implica operar dentro del mercado de capitales, a saber, con transacciones a largo plazo, mayores de un año, lo cual halla en la actualidad importantes obstáculos. Tanto el underwriting cuanto las sociedades de inversión, configuran medios técnicos que fomentan el desarrollo del mercado de capitales.

1. CONCEPTO

Mediante este contrato se permite el acceso de las empresas al mercado de capitales, para obtener el *financiamiento* que se necesita.

En este convenio una entidad financiera y una sociedad comercial pactan con el fin de que la primera se obligue a prefinanciar (en firme o no), títulos valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación en el respectivo mercado (*Gbersi*, pp. 202 a 203, T. 2, 1999).

El *underwriting* es una operación financiera que facilita el acceso de las empresas al mercado de capitales, con el objetivo de lograr la expansión y el desarrollo tecnológico deseado ante el reto de la globalización.

Esta operación financiera es una modalidad de *investments* (inversiones), que consiste en un negocio en el cual se asume el riesgo

de comprar en el mercado títulos o valores de corporaciones privadas o entidades públicas con el fin de revenderlos directamente entre el público inversionista, ya sea directamente o por medio de *dealers* (comerciantes o negociadores en este mercado, en esta clase de negocios) obteniendo el beneficio de la diferencia de precio resultante de la compra al emisor y la venta al inversionista, diferencia conocida como *underwriting spread* (**León**, p. 77, R.J. Nº. 77; **Picard**, p. 512, 1996; **Colin**, p. 317, 1999).

2. ETIMOLOGÍA

Underwrite: infrascrito, escribir abajo, suscribir al pie.

Se puede traducir como suscribir, asegurar contra riesgos, suscribir una emisión de valores. Asegurar contra los riesgos de una operación financiera.

3. ORIGEN HISTÓRICO

Este contrato tiene su origen en el Derecho Anglosajón, siendo ampliamente difundido en *Estados Unidos y Brasil*.

Posteriormente se expande en los países europeos, fortaleciéndose esta tendencia en virtud del fenómeno financiero de la *globalización o mundialización*.

Modernamente, se ha desarrollado la figura del **sindicato** o *grupo de entidades financieras* que colocan los títulos valores en el mercado, cuando el volumen de la operación así lo amerita (**León**, pp. 77, 78, 85, R.J. Nº. 77, 2001; **Arrubla**, pp. 201-202, 1998).

4. NATURALEZA JURÍDICA

El **underwriting** o suscripción de emisiones accionarias es otra forma de intervención de las entidades financieras en el mercado de capitales. Se trata de una figura que económicamente asume diferentes modalidades y facetas.

Cuando una sociedad por acciones requiere de capitales para sus objetivos puede acudir al mercado financiero para ello.

Mediante este contrato una empresa se compromete ante la parte respectiva, a suscribir emisiones de capital y colocarlas en el mercado dadas ciertas condiciones y contra un determinado importe.

Es un *contrato de crédito*, por el que una entidad financiera compromete un préstamo en condiciones específicas. No se debe confundir con lo que se conoce como *intermediación financiera*.

Intermediación financiera: transferencia de recursos financieros realizada por instituciones especializadas de modo profesional. Se realiza por la recepción de créditos del público en forma de depósito y transferidos bajo la modalidad de préstamo (**León**, pp. 80-81, R. J. N.º. 77).

5. CARACTERES DE ESTE CONTRATO

En términos generales se puede indicar que se trata de un convenio escrito, atípico, oneroso, consensual, bilateral, conmutativo, innominado, no formal pactado entre una entidad emisora y una entidad financiera (**Gbersi**, pp. 203-204, 1999).

Se puede señalar una clasificación de caracteres de este modo:

A) Estructurales

a) *Consensual y bilateral*

El convenio es perfectamente válido desde que las partes se ponen de acuerdo.

b) *Sinalagmático*: las partes adquieren derechos y deberes.

c) *Oneroso*: hay ventajas patrimoniales.

d) *No formal*: el convenio puede adoptar cualquier forma negocial.

B) Funcionales

a) *Financiero y canalizador de recursos*

Este convenio constituye un nueva técnica para canalizar recursos financieros con el fin de capitalizar, desarrollar y expandir las empresas. El *underwriter* es el que realiza la función financiera de transferir recursos, siendo un sujeto activo en el mercado de capitales, mediante la compra y venta de títulos.

b) *De servicio*

Además de la actividad del financiamiento, clave en este contrato, este mecanismo comprende la prestación de servicios de asesoramiento, seguros, protección, que son parte integrante de la negociación (**León**, pp. 83-84, RJ N°. 77).

6. OBJETO

El *objeto inmediato* de este contrato es la *prefinanciación* por parte de la entidad financiera (*underwriter*) de la emisión de títulos o de acciones que hace la empresa comercial.

El *objeto mediato*, lo constituyen las acciones u obligaciones negociables de la emisión respectiva (José Fajre, en **López**, pp. 177 a 185, 1999; **Gbersi**, p. 204, T. 2, 1999).

León precisa que este contrato es un convenio “típico del mercado de capitales por cuanto pueden participar en el solo aquellas entidades autorizadas a emitir títulos en masa, sean aquellos que tengan las mismas características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase, que sean ofrecidos en forma genérica y que se individualicen en el momento del contrato” (R.J. N°. 77, p. 85).

La *utilidad* que tiene esa diferenciación es distinguir o desagregar el aspecto de la *prefinanciación* respecto del propiamente dicho de la *emisión* de los títulos valores.

7. FUNCIÓN ECONÓMICA

Este contrato permite a las empresas tener acceso al mercado de capitales con el fin de llenar sus necesidades, en el mundo actual globalizado y sus crecientes exigencias de capital (*Etcheverry*, p. 320, T. 3, 2000).

El *underwriting* aparece como un instrumento idóneo al que puede recurrir una empresa para la negociación de sus acciones y otros títulos emitidos, en el mercado bursátil institucionalizado (*Arrubla*, p. 190, 1998).

En este *pacto sindicado*, los *underwriters* se obligan mancomunadamente, pero no solidariamente. Cada underwriter es responsable solo de su cuota de la emisión y no se obliga a responder por las cuotas de los demás underwriters (*Arrubla*, pp. 200 a 202, 1998).

El underwriting facilita la adquisición de emisiones de títulos valores a precio fijo y garantizado, para ser colocados, mediante venta, en el público. Se realiza ello mediante un contrato donde intervienen una entidad financiera y una sociedad comercial. La primera se compromete a prefinanciar, (en firme o no), los títulos emitidos por la segunda, para colocarlos entre el público. Se acepta la posibilidad, dentro de la figura, de no asumir la entidad financiera el refinanciamiento. En este supuesto, se obliga a poner su mejor esfuerzo en la colocación de los valores. En otro supuesto, la entidad financiera (Underwriter), vía contrato, asume la obligación de adquirir las acciones o bonos, para su posterior venta al público. En este caso, asume ella el riesgo del mercado. Sin embargo, también se acepta el expediente a través del cual, el "Underwriter" se compromete sólo a vender o distribuir los títulos, por lo cual los riesgos del mercado recaen en la sociedad emisora (Picado, 1999).

8. PROCESO DE LA CONTRATACIÓN EN UNDERWRITING

Para los efectos de realizar esta negociación, se da un proceso compuesto de estos elementos:

- Estudio de las necesidades financieras del emisor.
- Asesoramiento de conformidad con la situación financiera.

- Diseño de la emisión de títulos valores, tomando en cuenta las necesidades de la empresa y las condiciones de mercado.
- Valoración de los títulos que se emitirán.
- Inscripción ante los organismos reguladores si se va a realizar una oferta pública de los títulos.
- Colocación de la emisión en el mercado (**Hernández**, T. II, p. 261).

9. ETAPAS EN LA RELACIÓN DE LA EMPRESA EMISORA CON EL UNDERWRITER

A partir del momento en que la empresa emisora inicia su relación con el underwriter, se dan tres fases o etapas:

Primera, la entidad financiera realizará un estudio de la entidad emisora que desea negociar el *underwriting*.

La entidad emisora se beneficiará con la obtención de recursos luego de la decisión de emitir acciones; y, para el *underwriter*, la posible ganancia estará en la diferencia que se dé entre el valor de las acciones pactado en el contrato y el que se logre en la colocación de ellas en el mercado.

Segunda, en donde se realiza la suscripción del convenio por el cual la entidad financiera, se obliga a prefinanciar la emisión de la sociedad emisora.

Tercera, en la que el *underwriter* ejecuta la actividad de colocación de los títulos en el mercado de las acciones prefinanciadas (**Hernández**, T. II, pp. 261 y 262).

10. PARTES

A) La entidad financiera, emisora o prefinanciadora

Se trata de una empresa pública o privada que necesita de financiación, razón por la cual emite títulos valores negociables en el mercado.

También se le conoce como la entidad *encargante* o necesitada de financiación, la cual emite para obtenerla, por ejemplo, acciones o bonos (**Arrubla**, p. 196, 1998).

Por ello, el *underwriting* es un contrato del mercado de capitales en el cual pueden participar las entidades autorizadas para emitir títulos en masa, ofrecidos genéricamente y que se individualicen en el momento del contrato.

La sociedad anónima es el modelo que se encarga del contrato de *underwriting*, por cuanto posee amplias posibilidades de emitir títulos valores en el mercado de capitales, ya se trate de acciones, obligaciones, etc.

B) Underwriter

Es la *entidad que se compromete*, de acuerdo con el contrato pactado, a adquirir en firme o no las emisiones de títulos valores; colocar estas emisiones (total o parcialmente) directamente, o simplemente procurar su colocación en el mercado de capitales (**León**, R. J. N°. 77, pp. 84-85, 2001; **Romero**, pp. 387 a 390, 1996; **Arruba**, p. 199, 1998).

León nos informa acerca de quiénes pueden actuar como *underwriters*:

Estados Unidos: los bancos de emisión o los agentes de valores.

Países europeos: los bancos comerciales.

Brasil: bancos de inversión, corredores de bolsa y distribuidoras de valores, las cuales no pueden actuar en la bolsa de valores.

Argentina: bancos comerciales (**León**, cit., p. 85).

Colombia: corporaciones financieras y sociedades comisionistas de bolsa (**Arruba**, cit., p. 200-201, 1998).

El desarrollo del sistema capitalista ha forzado a que se formen sindicatos o grupos de entidades financieras que se dedican a la colocación de títulos valores en el mercado.

A este hecho, se le ha llamado *sindicación*, para diferenciarlo de la *sindicalización* de los grupos de obreros en el mercado.

Sociológicamente, el hecho social es el mismo: en el mercado laboral, un grupo de trabajadores forman un sindicato para la defensa de sus derechos (*sindicalización*). En el mercado financiero, un grupo de entidades financieras se unen para llevar a cabo las tareas de colocación de títulos valores en el respectivo mercado (*sindicación*).

En el sindicato de *underwriters*, la entidad financiera líder escoge a los demás miembros que se incorporan al sindicato, para llevar a cabo la operación bursátil específica o llevar a cabo otras en el futuro.

Por supuesto que, al interior de este *acuerdo sindicado*, se realiza un pacto entre las *entidades financieras sindicadas*.

Se puede indicar que los suscriptores o adquirentes de las acciones en el mercado accionario, no son parte del contrato de *underwriting*, pero sí participan de la operación financiera.

11. TIPOS DE UNDERWRITING

Se puede indicar varios tipos o clase de underwriting, así por ejemplo:

A) En firme

Este tipo es el más riesgoso para el *underwriter* y, a su vez es más favorable para la sociedad emisora de los títulos. Aquí, el *underwriter* se hace cargo de la totalidad de la emisión, se la paga a la compañía y luego, la revende en el mercado, asumiendo todo el riesgo de su colocación o no, entre el público.

B) De garantía

Este tipo garantiza la colocación de una emisión en un plazo determinado. Si no lo hace, la *prefinanciación* no se realiza sino hasta que venza el plazo establecido. Hasta este momento, la obligación del *underwriter* es poner todo su esfuerzo en la colocación de la respectiva emisión. Si hay remanente, el *underwriter* se obliga a adquirirlo.

C) Colocación al mejor esfuerzo

En este tipo, el *underwriter* se obliga a colocar el mayor número de títulos posibles en un plazo dado, no existiendo *prefinanciación*. Las empresas al darse cuenta de que no se les garantiza la colocación de sus títulos, prefieren acudir a otras fuentes de financiamiento.

D) Colocación del todo o nada

El *underwriter* trata de lograr promesas de suscripción entre posibles inversionistas. Si es posible colocar la totalidad de la emisión en un plazo dado, esa emisión se lanza al mercado; caso contrario, no se realiza esa emisión (*León*, pp. 79-80, R J N°. 77).

12. EL CONTRATO DE UNDERWRITING EN NUESTRO MERCADO

A) Underwriting de acciones

Un antecedente relevante en nuestro incipiente mercado accionario fue el caso de la empresa *Atlas Eléctrica S.A.* que quiso autofinanciarse por medio de la emisión de veinte millones de acciones preferentes, participativas y convertibles, por un valor de cien millones de colones.

En febrero de 1989, la empresa *Corporación Privada de Inversiones de Centroamérica (CPI)* organizó la operación de *underwriting* con Atlas por cien millones de colones bajo la modalidad de colocación garantizada.

Otro ejemplo, fue el de la *Finca Yune*, pues en enero de 1990 la *CPI* toma este *underwriting* para un proyecto de siembra de macadamia para la exportación, relativo a noventa y nueve hectáreas en Turrialba.

En estos casos, la repuesta del mecanismo bursátil fue pobre a estas ofertas.

B) Underwriting de deuda

En este caso, se asegura la colocación de la totalidad de la emisión de sus títulos, a una tasa de interés inferior a la tasa activa que

esté vigente en el sistema bancario nacional. Con esta ventaja se le ofrece a la sociedad emisora un nuevo instrumento en la obtención de recursos para financiar sus proyectos de inversión tratando de calzar los períodos de vencimiento de sus títulos con los de su inversión.

Asimismo, en relación con las acciones, el *underwriting* de deuda ofrece menores costos en la emisión y posterior colocación de los títulos.

En el *underwriting con acciones*, los recursos son más caros, por cuanto se tendrá que incluir a los suscriptores (compradores de títulos valores) dentro del libro de accionistas, en tanto que el *underwriting de deuda*, no posee trámites legales tan onerosos.

Empero, lo que atañe al costo financiero, cuando se realiza un *underwriting con acciones*, la empresa puede tener un costo financiero bastante inferior al costo que implica un *underwriting con deuda*. Esto se debe a que bajo el primer procedimiento, la empresa tiene la facultad de no distribuir utilidades, ya sea por razones de oportunidad o por su situación financiera.

En el contrato de *underwriting con deuda*, la empresa irremediablemente tiene un costo financiero por la utilización de los recursos que capta a través del contrato. Este costo, estará formado no sólo por los intereses que devengan los valores emitidos, sino por las comisiones pagadas a la entidad *underwriter* suscriptora del contrato.

Si el costo es mayor bajo esa modalidad de *underwriting con deuda*, ¿por qué la empresa buscara financiar sus proyectos de inversión o sus necesidades de capital de trabajo a través de esta alternativa de financiamiento?

Lo anterior se explica dado que las empresas no pueden darse el lujo de esperar a que el mercado de capitales costarricense alcance en un corto plazo un despegue importante que le permita un financiamiento con menos costos a través de la negociación de acciones.

La evolución de las empresas en su desarrollo productivo no puede detenerse por condiciones como las altas tasas de interés en el mercado. La solución reside, en buscar un financiamiento alternativo al crédito bancario tradicional, pero con un costo inferior, aunque resulta mayor que el de la emisión de acciones.

Por consiguiente, el *underwriting de deuda*, precisamente coadyuda a solventar en parte esa reducción de costos financieros de la empresa, ya que disminuye el margen de intermediación que significaría un financiamiento tradicional de crédito.

En lo que corresponde a las comisiones, la entidad *underwriter* adquiere el compromiso con la empresa emisora a cambio de dos fuentes principales de ingresos. Por una parte, la comisión proveniente por la formalización del contrato de *underwriting*, y por otro lado, la comisión por la negociación de los títulos emitidos en las bolsas de valores. Bajo esa premisa, dependiendo de las cláusulas de la relación contractual, es posible lograr que el pensamiento bancario de obtener un incremento de sus productos mediante la promoción de las comisiones, puede llegar a ser una realidad.

Lo relativo al plazo del *underwriting con deuda*, puede diferir dependiendo de la modalidad que la empresa y el *underwriter* pretenden suscribir. El plazo se puede definir a conveniencia de las partes, dada la versatilidad que este instrumento facilita.

En lo que toca al rendimiento que pretende obtener por medio del *underwriting de deuda*, deberá evaluarse desde la óptica del inversionista (comprador del título).

Si bien el rendimiento que obtendría este inversionista al comprar títulos de deuda, no se garantiza que sea mayor al que obtendría con la compra de acciones, el inversionista se asegura un flujo de efectivo y recuperación del capital según las características del título de deuda que emitió la empresa (tasa de interés, periodicidad de pago de intereses, y amortización de principal si incluye tal condición). Mientras que con la adquisición de acciones tradicional, el rendimiento para el inversionista no está asegurado plenamente debido a que depende de las utilidades de la empresa, y de la política de distribución de utilidades que defina la asamblea de accionistas.

En lo que concierne a los aspectos legales de tipo tributario, particularmente respecto a los efectos del *impuesto sobre la renta*, es más atractivo para una empresa suscribir un *underwriting de deuda* que un *underwriting de acciones*. Ello en virtud de que para el cálculo de la utilidad gravable, el gasto por intereses (obligación originada por una deuda), se resta de los ingresos, reduciendo de esta manera la utilidad antes del impuesto e intereses de una empresa; por consiguiente, la renta imponible será menor.

En lo que atañe al *underwriting con acciones*, el pago de dividendos se produce una vez que se ha determinado la utilidad después de impuestos e intereses, con lo que no logra la empresa ningún beneficio o escudo fiscal en la determinación de la renta gravable (**Hernández**, T. II, pp. 280 a 283, 2002).

13. OBLIGACIONES DE LAS PARTES

A) Obligaciones de la entidad emisora

- * La *emisora* deberá indemnizar a los *underwriters* por los perjuicios ocasionados por una información falsa o por haber omitido informar debidamente sobre aspectos importantes para la operación.
- * Informar al *underwriter* todo lo relacionado con la emisión anticipadamente, incluyendo el precio de la emisión de los títulos y el plazo para la colocación de los mismos.
- * Notificar al *underwriter* de cualquier cambio o hecho importante que signifique una variación en la proyectada operación.
- * Pagar los gastos legales que suponga la emisión.
- * No utilizar otros *underwriters* diferentes, salvo pacto en contrario.
- * No vender ninguna acción o bono adicional o emitido anteriormente durante el período acordado para la operación.
- * Pagar la comisión convenida.

B) Obligaciones del *underwriter* (entidad colocadora)

- * Realizar las gestiones tendentes a obtener las autorizaciones administrativas para realizar la oferta pública.
- * Adquirir la totalidad de la emisión. Es obligación propia en el *underwriting* en firme.

- * Respetar el precio y demás condiciones acordadas. La adquisición en firme por parte del *underwriter* tiene como propósito final la colocación de la emisión en el mercado de inversionistas y es allí donde el *underwriter* debe atender a las condiciones pactadas en el contrato.
- * Pagar a la empresa encargante el precio acordado por la emisión que adquiere. En esta modalidad la contraprestación propia para el *underwriter* será poder hacer suyo el mayor valor que obtenga en la colocación.
- * Colocar ante el público la emisión respectiva, al precio y condiciones previamente estipuladas. Lo que no haya podido colocar en el plazo señalado en el contrato deberá adquirirlo el *underwriter* cuando se trata de la modalidad de garantía.

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

- * Realizar las actividades promocionales de la emisión.
- * Procurar la colocación de la emisión ante el público inversionista, prestando sus mejores esfuerzos y su mayor diligencia para el buen éxito de la operación, pero sin comprometerse a adquirir en firme la emisión.

Esta obligación de diligencia se presenta en la modalidad de colocación con base en mayores esfuerzos.

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

- * La colocación de los títulos valores deberá realizarla dentro del plazo acordado para el efecto.
- * Hacerse cargo de toda la transacción relacionada con el paso y entrega de valores.
- * Estabilizar el precio de la emisión por un cierto plazo después de que se hayan ofrecido los valores a los inversionistas.

- * Atender todas las exigencias que demanden las autoridades reguladoras de la actividad.
- * Una reflexión sobre la responsabilidad del *underwriter* tiene importancia en cualquiera de las modalidades de la operación.

El *underwriter* tiene a su cargo la obligación de asesoramiento que le obliga a la mayor diligencia y cuidado en su función de consejero para con la emisora (*Arrubla*, pp. 207 a 209, 1998).

14. DERECHOS DE LAS PARTES

En cuanto que a los *derechos de las partes*, los mismos son los correlatos respectivos de la otra parte. Lo que es una obligación de una parte, se convierte en el derecho de exigirlo para la otra.

15. UNDERWRITER Y SOCIEDADES DE INVERSION

La *Ley del Mercado de Valores*, N°. 7732 de 17 de diciembre de 1997 manda que las sociedades administradoras de fondos de inversión deberán ser sociedades anónimas o sucursales de sociedades extranjeras cuyo objeto exclusivo sea prestar servicios de administración de fondos de inversión, de acuerdo a lo que dispone su *artículo 65*.

En la *sociedad de inversión* el objeto es mantener en su poder el mayor tiempo posible los títulos que adquiere, de tal forma que pueda obtener la mayor y mejor rentabilidad posible. Esto implica que se comporta como un inversionista.

Por su parte, el *underwriter* busca una tenencia transitoria de los títulos que adquiere, tratando de colocarlos en el mercado lo más pronto posible, lo que convierte en un intermediario financiero (*Alfaro*, y Bonilla, cit., p. 127, 1993).

16. EL CASO DE ATLAS ELÉCTRICA

Hugo Picado (1999), nos informa que esta empresa había financiado su crecimiento, principalmente con deuda y retención de utilidades. Llegó así a un nivel de apalancamiento, el cual entorpecía

sus posibilidades de expansión. Decidió entonces abrir su capital, en aras del autofinanciamiento. Efectuó una emisión de veinte millones de acciones preferentes, participativas y convertibles, por un valor de cien millones de colones. Tal emisión le brindó los recursos necesarios para continuar en su normal desarrollo.

La operación de financiamiento dicha, la realizó la empresa a través del **Underwriting**. Este método fue eficaz para lograr una colocación exitosa, no obstante que constituiría la primera experiencia de esa índole en el país. Del total de la emisión, cerca de un 40% fue colocado entre los mismos accionistas de la empresa. De consiguiente, la oferta pública habría de efectuarse por el restante 60% de las acciones no adjudicadas por vía de la suscripción preferente.

En el contrato respectivo, se acordó la modalidad de **Underwriting** en firme. Por ende, fue percibido, en pleno, el importe del 60% mediante refinanciamiento. Por ser la primera experiencia de esta índole desarrollada en el país, se pensó que iba a darse cierto grado de temor en los inversionistas. En consecuencia, se les ofreció la posibilidad de vender las acciones adquiridas, para lo cual se constituyó, para dicha emisión, un fideicomiso. En él, la empresa depositó el 5% de la emisión, cuyo importe fue entregado, para su administración, al agente de bolsa del **Underwriter**. Tal fondo se estableció con el fin de dar solidez al mercado secundario, y evitar así cualquier especulación en los precios de las acciones. El objetivo propuesto, fue alcanzado.

Tal contratación de **Underwriting**, u operación técnica de financiamiento, representó en la práctica dos ventajas fundamentales para la empresa:

- a) El costo financiero le resultó mucho menor, por cuanto no implicó la obligación de amortizar la deuda. Si bien las acciones preferentes entrañaban carácter de deuda, por haberseles atribuido rentabilidad mínima y periodicidad, no aparejaban la obligación de abonar para cubrir ningún principal, como sí lo requiere el endeudamiento.
- b) En segundo término, tal forma de financiación, sin afectar el pasivo, le permitió a la empresa dotarse de cimientos firmes para crecer en lo sucesivo. Desde el punto de vista financiero interno, la emisión tenía por objeto, más bien, disminuir la presión ejercida por los pasivos a corto plazo. Ello, entre otras cosas, facilitó el manejo y reordenamiento de su estructura financiera.

Otra implicación importante consistió en el impacto de la emisión sobre el capital social de la empresa. Tras ella, los socios resultaron fortalecidos con las acciones preferentes, al brindarles mayor protección, al igual que seguridad en cuanto a la rentabilidad de las acciones.

Por otro lado, muchas personas hallaron acceso a la condición de pequeños propietarios, como accionistas, de una conspicua empresa en el país, lo cual significa la democratización del capital con efectos sociales importantes en el medio costarricense (también, *Alfaro y Bonilla*, pp. 196 a 200, 1993; Fonseca, 1998).

17. LEGISLACIÓN

En la *Ley del Sistema Bancario Nacional* existen estas normas:

Artículo 73, inciso 3

Queda estrictamente prohibido a los bancos comerciales:

Participar, directa o indirectamente, en empresas agrícolas, industriales, comerciales o de cualquier otra índole; y, comprar productos, mercaderías y bienes raíces que no sean indispensables para su normal funcionamiento.

Artículo 116, inciso 2)

Los bancos comerciales podrán efectuar las siguientes comisiones de confianza:

Actuar como agentes financieros y comprar o vender, por orden y cuenta de sus clientes, toda clase de valores y bienes.

Ley del mercado de valores, N°. 7732, 1997

Artículo 56, b) Actividades de los puestos de bolsa

Comprar y vender, por cuenta propia, valores en bolsa cuando cumplan con los niveles mínimos de capital adicional y los otros requisitos establecidos, reglamentariamente, para esos efectos por la Superintendencia General de Valores.

Artículo 23.- Compraventas y reportes

Las compraventas y los reportes de valores objeto de oferta pública deberán realizarse por medio de los respectivos miembros de las bolsas de valores. Las transacciones que no sean a título oneroso no se considerarán del mercado secundario, pero deberán ser notificadas a la Superintendencia por los medios que reglamentariamente establezca. El incumplimiento de estas disposiciones producirá la anulabilidad de la respectiva transacción.

La Superintendencia reglamentará los casos excepcionales en los cuales las bolsas podrán autorizar operaciones fuera de los mecanismos normales de negociación, siempre que sean realizadas por medio de uno de sus miembros y bajo las normas de la Superintendencia. Estas normas fijarán, al menos, los tipos de operación que podrán autorizarse y los montos mínimos. En todo caso, estas operaciones se realizarán bajo la responsabilidad de las partes y no podrán fijar precio oficial.

Reglamento sobre operaciones por cuenta propia

Artículo 10 de la sesión 111-99 del 30 de agosto de 1999 del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, Gaceta 179 del 14 de setiembre de 1999.

Artículo 1. Definición

Se define operación por cuenta propia aquella en la que un puesto de bolsa vende valores que forman parte de su propia cartera o de la cartera de cualquiera de las entidades que forman parte de su grupo de interés económico, o aquella en la que un puesto de bolsa compra valores para su propia cartera o para la cartera de cualquiera de las entidades que forman parte de su grupo de interés económico. Asimismo estarán reguladas por esta normativa las operaciones que realice el puesto de bolsa cuando la negociación se haga con valores en que el puesto de bolsa actúe como suscriptor en contratos de “underwriting” en firme.

Se define operación por cuenta propia acordada aquella en que la contraparte del puesto en la operación es otro puesto de bolsa, y operación por cuenta propia cruzada aquella en que la contraparte del puesto o de las entidades que conforman su grupo es un cliente del puesto.

Las operaciones cruzadas en las cuales el cliente sea cualquiera de las entidades que pertenezcan al Grupo de Interés Económico del puesto, no estarán afectas a las disposiciones establecidas en el presente reglamento.

Para los efectos de las definiciones del presente reglamento, se entenderá por Grupo de Interés Económico las entidades en que concurran las condiciones

previstas en los Artículos 2, 3 y 4 del Reglamento para el otorgamiento de Crédito a Grupos de Interés Económico, emitido por la Superintendencia General de Entidades Financieras y que fue publicado en el Diario Oficial "La Gaceta" 147 del 5 de agosto de 1996.

Artículo 2.- Facultad de operar por cuenta propia.

Los puestos de bolsa podrán realizar operaciones por cuenta propia, tanto acordadas como cruzadas. Las operaciones cruzadas deberán sujetarse a las siguientes condiciones:

- a. El consentimiento de los clientes para la realización de estas operaciones no exime al agente y al puesto de bolsa de su deber de lealtad hacia estos. Por lo tanto, en todo momento deberá actuar bajo las más estrictas normas de ética comercial en beneficio del cliente, de forma que se garantice a éste que los precios o rendimientos que el puesto determine en una operación cruzada por cuenta propia sean razonables de acuerdo con las condiciones imperantes en el mercado.*
- b. El puesto dará en todo momento prioridad a las órdenes de sus clientes, de manera que operará por cuenta propia únicamente cuando no le sea posible conciliar posiciones entre sus mismos clientes.*
- c. El puesto de bolsa deberá de manifestar a su cliente, con antelación a la realización de la operación, la circunstancia de que se trata de una operación por cuenta propia. Asimismo, le indicará la comisión que le cobrará por sus servicios y el precio o rendimiento neto. Deberá constar en forma expresa el consentimiento del cliente para la realización de la operación cruzada así como su conocimiento sobre la comisión pactada.*
- d. Una vez realizada la operación el puesto entregará a su cliente la boleta de negociación, debiendo quedar evidencia documental en los archivos del puesto de bolsa. En la boleta de negociación deberá indicarse claramente que se trata de una operación por cuenta propia, así como la rentabilidad bruta de la operación, la comisión porcentual y absoluta cobrada por el puesto de bolsa y el rendimiento neto una vez deducida la comisión.*
- e. El puesto deberá llevar un registro centralizado de la totalidad de estas operaciones, en el que conste copia del consentimiento del cliente y de la boleta de operación de bolsa, sin menoscabo de la documentación que deberá constar en el expediente del cliente.*

Comentario

Con relación a la normativa citada, los puestos de bolsa están facultados para actuar en modalidades de un *underwriting en firme*, posición que comparte la asesoría jurídica de la Superintendencia General de Valores y reconocida por el mencionado Reglamento (**Herández**, T. II, pp. 271 a 273, 2002).

Memorando de la asesoría jurídica de la Super Intendencia General de Valores del 5 de mayo del 2000.

En este documento dicha asesoría jurídica expresa lo siguiente:

Ahora bien, ha surgido la pregunta de si la compra de valores del emisor en que se concreta el aseguramiento deber realizarse en bolsa. Si bien algún sector ha interpretado que ello debe ser así en virtud de que el inciso b) del artículo 56 únicamente autoriza a los puestos a comprar y vender valores propia en bolsa, a juicio de esta asesoría esa interpretación es contraria a la naturaleza misma de la labor de aseguramiento. En efecto, el aseguramiento implica la compra directa de los valores del emisor por parte de la entidad colocadora en las condiciones previamente fijadas por ellos, sin que en forma alguna participen otros intermediarios ni en la determinación de las condiciones en que dicha compra se realizará ni en el proceso de compra (ello sin perjuicio, por supuesto, de la constitución de sindicatos de aseguramiento. Por esa misma razón los mecanismos previstos por las bolsas para la colocación de valores en el mercado primario resultan contrarios a la naturaleza misma de la operación, que es el resultado de una actividad netamente crediticia y no de intermediación.

En esa medida y teniendo presente que el legislador mismo reguló en forma separada las labores de prefinanciación de emisiones de las demás operaciones por cuenta propia, esta asesoría estima que la disposición del inciso b) del artículo 56 no es aplicable a la compra de valores que realicen los puestos de bolsa en ejecución de un contrato de underwriting.

No obstante lo anterior, es importante realizar tres comentarios adicionales.

En primer lugar, que en el aseguramiento de garantía de compra de los valores por parte del puesto de bolsa debe serlo una vez concluido el período de suscripción de la emisión por parte del público.

Asimismo, que los puestos de bolsa únicamente podrán brindar servicios de intermediación al emisor durante ese período de suscripción si la colocación de esos valores entre el público se realiza por medio de la bolsa, no así en ventanilla.

Finalmente, que tanto tratándose del aseguramiento firme como del aseguramiento de garantía, la posterior venta de los valores comprados por el puesto de bolsa en ejecución del contrato de aseguramiento es una operación típica de un mercado secundario, sujeta al inciso b) del artículo 56 y a lo dispuesto en el artículo 23 de la Ley (del Mercado de Valores).

Considero que, de conformidad con nuestra legislación, el contrato de **underwriting** no está tipificado globalmente, ya que si bien es cierto la *Ley del mercado de valores y el Reglamento de operaciones por cuenta propia* tienen normas sobre este convenio, lo cierto del caso es que no existe una legislación amplia que lo regule adecuadamente.

Por su parte, **León** expresa que en nuestro país, “no se indica cuáles entidades pueden realizar funciones de *underwriter*. El artículo 116, inciso segundo de la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional nos dice que los bancos pueden actuar como agentes financieros. Esto nos da en principio la posibilidad de afirmar que estas instituciones pueden actuar como *underwriters*”. Sin embargo, otro numeral de esa ley (el 73, inciso tres), prohíbe expresamente a los bancos su participación directa o indirecta en empresas agrícolas, industriales, comerciales y de cualquier índole.

Estamos de acuerdo con lo que indica **León** en el sentido de que dependerá de la significación que se le dé a esas dos normas, para que los bancos puedan actuar como *underwriters* (*cit.*, p. 85; en esta misma página del artículo de **León**, se indica como fuente bibliográfica al jurista colombiano **Arrubla**, que también nosotros hemos consultado en este escrito).

Interesa destacar que **León**, al finalizar su artículo, indica que:

“ante la ausencia de prohibición legal, cualquier persona física o jurídica podría asumir la función de prefinanciador de emisiones de acciones y obligaciones en el caso que no capture recursos del público, sin embargo la realidad económica nos indica que esa posibilidad es remota” (*cit.*, p. 86).

En este particular, estimo que esta materia es propia del *Derecho Público de la Economía*, razón por la cual se aplica el principio de legalidad: está permitido hacer, lo que está expresamente autorizado por la ley; o, al revés, no está permitido hacer, aquello que no está facultado expresamente por la ley.

CONCLUSIÓN

Serán los empresarios del campo financiero los que potencien esta clase de negociación, al tenor de la propia dinámica del sistema económico.

Dentro de las reglas jurídicas, a nivel nacional e internacional, esta contratación funciona. Posiblemente, en el futuro habrá una intensificación en el uso de esta figura contractual.

Conflictos derivados de la ejecución de este contrato no se encuentran en el Poder Judicial, debido, en parte, a lo novedoso del convenio y de que por la propia dinámica de la aplicación de esta figura contractual, aquellos problemas propios de este convenio, posiblemente, se han podido resolver entre las partes, sin necesidad de acudir a la sede jurisdiccional.

BIBLIOGRAFÍA

Alfaro, Milena; Arnaldo Bonilla. *Ventajas financieras de la utilización de la sociedad de inversión y del contrato de underwriting en la nueva estructuración del mercado accionario costarricense* (San José: tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, 1993).

Alcocer, Agustín. *La contratación privada atípica en el derecho mexicano* (Querétaro: Fundación Universitaria, Universidad Autónoma de Querétaro, 2003).

Arce, Javier. *Contratos mercantiles atípicos* (México: Porrúa, 2004).

Arubla, Jaime. *Contratos mercantiles* (Medellín: Diké, 1997).

Bach, David. *1001 Financial Words* (New York: Oxford University Press, 2003).

Barreira, Eduardo; Eduardo Boneo. *Contratos bancarios modernos* (Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1984).

Collin, P.H. *Dictionary of Law* (London: Peter Collin Publishing. Collin, 2000).

Dictionary of Business (London: Peter Collin Publishing. Collin, 1999).

Díaz, Arturo. *Contratos mercantiles* (México: Iure, editores, 2004).

- Enrique, Carlos. *Pacto contractual y contratos atípicos* (México: Porrúa, 2002).
- Etcheverry, Raúl. *Derecho comercial y económico* (Buenos Aires: Astrea, 2 tomos, 1999).
- Fonseca, Hugo. *La técnica del underwriting y su aplicación en Costa Rica* (San José: UACA, revista Acta Académica, No. 23, 1998, versión digital).
- Fonseca, Hugo et al. *Contrato de underwriting* (San José: Centro de Información Jurídica en Línea, Colegio de Abogados - Universidad de Costa Rica, accesado 20 mayo 2006, <http://cijulenlinea.ucr.ac.cr>).
- Friedman, Jack. *Dictionary of Business terms* (New Cork: Barron's, 1994).
- García, José; Emilio Rabasa. *Problemas actuales del derecho empresarial mexicano* (México: Porrúa - Tecnológico de Monterrey, 2005).
- Gherzi, Carlos. *Contratos civiles y comerciales* (Buenos Aires: Astrea, 4 tomos, 1994, 1995, 1997, 2000).
- Greenwald, Douglas, editor. *The McGraw-Hill Encyclopedia of Economics* (New York: McGraw-Hill, 1994).
- Heras, José. *Diccionario de mercados financieros* (Barcelona: Gestión, 2001).
- Hernández, Alvaro. *Derecho bursátil. Mercado de valores* (San José: Investigaciones Jurídicas S. A, 2 tomos, 2002).
- Hernández, Rubén. *La libertad contractual como principio constitucional* (San José: revista Academia, Nº Único, Academia Nacional de Derecho Público, 1983).
- Imber, Jane; Betsy - Ann. *Toffler Dictionary of Marketing Terms* (New Cork: Barron's, 2000).
- León, Luis. *El contrato de underwriting* (San José: Poder Judicial, Revista Judicial, Nº 77, 2001).
- León, Soyla. *Contratos mercantiles* (México: Oxford, 2003).
- Linnebank, Geert, editor. *Glosario de términos financieros*. Reuters (Madrid: Prentice Hall, 2001).
- López, Ana. *Diccionario jurídico bursátil* (Buenos Aires: LexisNexis, 2002).
- López, Roberto, coordinador. *Contratos especiales en el siglo XXI* (Buenos Aires: Abeledo - Perrot, 1999).

- Marcuse, Robert. *Diccionario de términos financieros y bancarios* (Bogotá: Ecoe eds., 2002).
- Miles, Andrew. *Diccionario de economía y empresas* (Buenos Aires: Deusto, 2004).
- Ortega, Joaquín; Guillermo Villa. *Las operaciones de underwriting como mecanismo de capitalización de la sociedad anónima* (Bogotá: Comisión Nacional de Valores, 1984).
- Parra, Carmen. *El nuevo derecho internacional de los contratos* (Bogotá: Universidad Externado de Colombia - Bosch, 2002).
- Picado, Hugo. *Los contratos comerciales modernos. Urgente necesidad de un cambio* (San José: revista Iustitia, Nos. 130-131, 1997, versión digital).
- Nuevas modalidades de financiamiento en la contratación comercial moderna y el mercado de valores* (San José: revista Iustitia, Nos. 147-148, 1999, versión digital).
- Picard, Linda, editor. *Merriam Webster's Dictionary of Law* (Massachusetts, USA: Merriam Webster Incorp, 1996)
- Romero-Pérez, Jorge Enrique. *Contratos económicos modernos* (San José: Banco Interamericano de Desarrollo - Poder Judicial, 2004).
- Contratos del Estado* (San José: Editorial Universidad Estatal a Distancia, 2002).
- Scout, David. *Wall Street Words* (New Cork: Houghton Mifflin, 2003).
- Suárez, Andrés. *Diccionario terminológico de economía, administración y finanzas* (Madrid: Pirámide, 2000).
- Vidales, Leonel. *Glosario de términos financieros* (México: Universidad de Baja California, 2003).