

CAPITULO XIV

EL CONTRATO DE UNDERWRITING

1. INTRODUCCIÓN

La técnica del underwriting ha demostrado ser un mecanismo que encamina el proceso de evolución de los mercados de capitales del mundo.

La contribución económica de esta figura radica en el gran aporte a la mencionada evolución del mercado de capitales a un cambio potencial de mentalidad en los inversionistas, a nuevas formas o posibilidades para que empresas obtengan recursos necesarios para sus proyectos, a más instrumentos financieros en el mercado que permiten a los agentes económicos mejorar su capacidad de decisión a la hora de invertir sus ahorros.

Para cumplir con los objetivos expuestos en el párrafo anterior, el presente estudio desafía la técnica del underwriting; explica los diferentes tipos existentes, su aplicación al mercado costarricense, expone además algunas experiencias que se analizan, así como consideraciones finales que señalan las ventajas, desventajas, conclusiones y recomendaciones de su uso.

2. LA TÉCNICA DEL UNDERWRITING

El underwriting, conocido también como Suscripción Temporal es una práctica de origen anglosajón. Este mecanismo permite a los Bancos de Inversión (aquellos Bancos que se dedican a conseguir fondos a empresas, mediante la colocación de acciones o títulos de deuda, tales como bonos) inversiones en valores mobiliarios, prefinanciar emisiones y a la vez colocarlas.

Este mecanismo permite a una empresa nueva o ya constituida ofrecer al público acciones o títulos de deuda para financiar su constitución o sus proyectos de inversión, utilizando para esto un intermediario, el cual es una entidad financiera que puede

prefinanciar y colocar la emisión en el mercado, asegurándose la empresa los fondos necesarios para realizar sus planes. Es un mecanismo que permite incentivar el desarrollo del mercado de capitales y en especial el mercado accionario.

La actividad es llevada a cabo por Bancos de operaciones múltiples, Bancos de inversión, Bancos de desarrollo, financieras, compañías aseguradoras y otras entidades financieras. El atractivo para éstas, es la oportunidad de generar ingresos por servicios en la venta de acciones o títulos de deuda de las empresas emisoras. Así mismo, les permite ampliar las opciones de inversión y rentabilidad que ofrecen a sus clientes, tanto individual como institucionalmente.

El objetivo del underwriting es trasladar al mercado el total de la emisión, de modo tal que al finalizar el periodo de convenio temporal, los títulos estén en manos de inversionistas particulares o institucionales, razón por la que como para cualquier entidad financiera, su giro operacional no es adueñarse de propiedades o empresas, sino más bien de realizar una labor de intermediación financiera eficiente. Esta labor bien realizada permitirá un mayor desarrollo del mercado de capitales y por consiguiente, la consecución de recursos sanos para empresas privadas y públicas.

3. DEFINICIÓN

El contrato de Underwriting permite que una entidad financiera adquiera a firme, valores de mercado primario emitidos por una empresa a un precio bajo la par, permitiendo que ésta última obtenga el financiamiento previsto en forma adelantada a la venta de los títulos, aparejando además asistencia financiera a las empresas emisoras.

La Ley GSF en su Art. 221°, inciso 37 ha facultado a los Bancos de operaciones múltiples la suscripción de primeras emisiones de valores, con garantía parcial o total de su colocación, es decir, que faculta sin autorización previa de la SBS la celebración de los contratos y negocios de Underwriting.

Así mismo, los Bancos han sido autorizados para constituir empresas subsidiarias con el objeto de realizar este tipo de operaciones.

4. PERSONAS QUE INTERVIENEN EN EL CONTRATO

En el proceso de suscripción temporal participan una empresa bancaria y la empresa emisora de los valores con responsabilidades y tareas claramente definidas. Las funciones de éstas, en términos generales las mencionamos a continuación:

A. LA EMPRESA EMISORA

Es aquella empresa que necesita de capital adicional o fondos a largo plazo que se generen mediante la venta de títulos valores al público, para lo cual contrata los servicios de intermediación de entidades financieras (generalmente Bancos de inversión) para facilitar la obtención de los recursos.

Estas empresas normalmente recurren al procedimiento de underwriting, debido a que desean asegurarse recibir una cantidad dada de recursos, una experiencia mayor en la colocación de títulos y un mejor contacto con inversionistas potenciales.

B. BANCO DE INVERSIÓN

Es una entidad especializada en la intermediación de los títulos valores, tanto en el mercado primario como en el secundario; utiliza los servicios de flotación de nuevas emisiones, el underwriting, fusiones, adquisiciones y compras apalancadas de empresas.

Normalmente organizan una estructura piramidal de intermediarios financieros que participan en los esfuerzos de colocación de los títulos valores en el mercado, así como la comisión que el Banco cobra al emisor por los servicios brindados. La estructura mencionada se puede desglosar de la siguiente manera:

- Underwriter o administrador (Banco de inversión)
- Co-underwriter (otros Bancos de inversión)
- Distribuidores (agentes especializados)
- Comisionistas (puestos y corredores de bolsa)

Toda esta estructura se alimenta de la comisión única establecida por el Banco de inversión, el cual funge como líder con su cliente.

Algunas de las ventajas de utilizar a uno de estos Bancos, es que permiten acceder a mejores fuentes de financiamiento, así como lograr una mayor certeza en la colocación, ya sea de títulos de deuda o acciones, generando una mayor rapidez en el cumplimiento de los objetivos finales de las empresas con sus proyectos. Para los inversionistas resulta más fácil encontrar la información necesaria o prospecto de la empresa y tomar una mejor decisión. Tanto estos como las empresas logran reducir sus costos de oportunidad.

5. TIPOS DE UNDERWRITING

Hay varias formas en las cuales una entidad financiera puede colocar en el mercado las emisiones de títulos:

A. COLOCACIÓN EN FIRME

En este tipo de convenio, la entidad financiera realiza el pago de la emisión total en forma inmediata a la empresa o institución que contrató el servicio, y luego, ésta se encarga de colocar los títulos en el mercado por su cuenta y riesgo, es decir, financia directamente al emisor. En este caso el underwriter asume el máximo riesgo y constituye la forma que más favorece a la empresa emisora, en virtud de que se hace cargo de la totalidad de la emisión, se la paga a la compañía y luego se encarga de colocarla en el mercado.

B. COLOCACIÓN GARANTIZADA

En esta clase, el underwriter garantiza que la colocación se hará en un plazo determinado y de no ser así, el mismo suscribe las acciones o títulos no vendidos. Este

caso se presenta cuando la empresa emisora, habiendo definido el monto del aumento del capital y la emisión de las acciones o títulos requeridos, quiere asegurarse la suscripción total de la emisión, para lo cual establece un contrato con la entidad financiera, donde se estipula la obligación del underwriter de comprar los títulos o acciones remanentes, una vez terminado el plazo del convenio.

C. COLOCACIÓN AL MEJOR ESFUERZO

Bajo este esquema, el underwriter, se compromete únicamente a vender los títulos valores o acciones que pueda colocar en el mercado, y si quedare algún remanente después de la fecha límite fijada, éste no se compromete a comprarlo. Este tipo se utiliza en mercados financieros más desarrollados e implica mínimo riesgo para el intermediario y poco costo para el emisor.

D. COLOCACIÓN DE TODO O NADA

En esta modalidad, primero, el underwriter busca promesas de suscripción de posibles clientes para colocar la emisión durante un plazo determinado. Si consigue la colocación del total, ésta se lanza al mercado; en caso contrario, la compañía emisora no realiza la emisión.

Es importante destacar que en todas estas modalidades, el encargado de colocar los títulos buscará fijar el menor precio a los títulos o acciones, a fin de disminuir el riesgo y facilitar la colocación en el mercado. De igual modo, se forman consorcios de underwriters para que el riesgo por asumir sea menor, es decir, que cada uno de ellos diversifique la cartera de los títulos o acciones que van a colocar, reduciendo por consiguiente, la probabilidad de pérdida del total de su cartera a colocar.

6. EL UNDERWRITING Y EL MERCADO DE CAPITALES

El mecanismo de underwriting permite incentivar la evolución del mercado financiero, específicamente en su componente del mercado de valores. Este desarrollo

generará beneficios tales como la provisión de los medios de pago generalmente aceptados, que reducen los costos de transacción, facilita el comercio y genera una mayor especialización en la producción.

Es primordial para una economía en desarrollo contar con un mercado financiero bien desarrollado y competitivo, que le permita asignar los fondos disponibles en la economía a proyectos que sean rentables, es decir, aumentar la eficiencia en el uso de los recursos.

La existencia de estos mercados se da debido a que las empresas por su misma naturaleza, necesitan fondos para operar. Requieren de un aporte inicial para comenzar operaciones, así como de fondos de corto y largo plazo para poder llevar a cabo sus actividades, es por ello que éstas deben recurrir a los Mercados de Dinero y de Capitales para tener acceso a los fondos necesarios.

En los países desarrollados, los mercados de capitales, el mercado de valores y las bolsas de valores, han demostrado su utilidad y eficacia como instrumentos idóneos para la movilización de recursos internos del país y su canalización hacia los sectores productivos. De este modo, las empresas logran solventar sus necesidades de fondos, principalmente con la colocación de acciones.

7. FORMALIDADES

Se trata de un contrato privado que no requiere de escritura pública, pero que debe ser escrito, por cuanto resulta indispensable, que consten los acuerdos y las estipulaciones por los que se regirá la relación jurídica entre las partes.

8. NATURALEZA JURÍDICA

- a. Es un contrato consensual, pues se perfecciona con el consentimiento de las partes.
- b. Es oneroso, pues ambas partes se benefician económicamente de los resultados de la compra y venta de los valores emitidos.
- c. Es de prestaciones recíprocas, pues cada parte tiene obligaciones propias e independientes que cumplir.

- d. Es un contrato atípico, pues no se encuentra regulado en nuestra legislación.
- e. Es un contrato nominado, pues tiene nombre y características conocidas universalmente.

9. BENEFICIOS

Los beneficios que ofrece este contrato son:

- a. La empresa emisora de valores puede obtener el capital sin esperar la colocación de las acciones o bonos emitidos.
- b. Para el Banco, obtener el diferencial resultante entre el precio adquirido que siempre es bajo la par y el valor nominal de venta.

Es decir que el Banco paga a la empresa emisora un precio que resulta ser menor o bajo el valor nominal de las acciones y el precio que vende resulta ser siempre el valor nominal más los gastos e intereses de financiación.