

Financiación mediante Underwriting.

Eduardo A. Barreira Delfino

1. Introducción.

A título de iniciación del presente trabajo, podemos decir que el significado gramatical del vocablo en idioma inglés “*underwriting*”, se identifica en lengua española con el concepto de “*debajo de lo escrito*”, conforme puede desprenderse de su antecedente más remoto hallado en Inglaterra, a fines del siglo XVII. En aquella época, puede observarse que los contratos de seguro marítimo de Inglaterra, contenían la particularidad de que los asegurados (llamados *underwriters*), asumían los riesgos de las travesías por un determinado valor.

1.1. Antecedentes y desarrollo.

Con el transcurso del tiempo, el incremento de las actividades industriales y comerciales, aparece la necesidad de financiamiento y de acudir a mecanismos de crédito. En este contexto surgió una actividad caracterizada por la suscripción, por parte de intermediarios financieros, de los títulos emitidos por aquellas empresas necesitadas de recursos, para luego revenderlos a un mejor precio. Así surge el denominado “*underwriting*”, iniciándose el desarrollo de una modalidad de financiamiento de particularidades complejas y sofisticadas.

Es decir, que el *underwriting* le va a permitir a una sociedad constituir instrumentos financieros (acciones o títulos de deuda), para que una entidad especializada en el mercado financiero, anticipe dinero a un emisor de esos valores negociables, adquiriendo en su totalidad o en parte, la emisión dispuesta, para después colocarla en el mercado de valores en búsqueda del público inversor.

La doctrina es coincidente en sostener que “hay contrato de *underwriting* cuando una entidad financiera se obliga a prefinanciar a una empresa la emisión de acciones y obligaciones, encargándose de colocarlas en el mercado”.¹

Asimismo se ha definido el contrato de *underwriting* como “un instrumento jurídico que permite canalizar la asistencia financiera requerida, mediante la suscripción de títulos-valores emitidos por la sociedad emisora beneficiaria, por parte de terceros interesados”.²

O bien, el contrato de *underwriting* “es aquel en virtud del cual una entidad emisora de valores mobiliarios conviene con una entidad financiera, bien sea banco de inversión, compañía financiera o banco comercial, su participación en la colocación pública a fin de asegurar la cobertura de esa emisión”.³

¹ BARBIER, Eduardo A. “Contrato de *underwriting*”, p. 61, en la obra dirigida por GHERSI, Carlos A. “Mercosur”, editorial UNIVERSIDAD, Buenos Aires – Año 1993.

² MARTORELL, Ernesto E. “Tratado de los contratos de empresa”, I-500/501, editorial DEPALMA, Buenos Aires - Año 1993.

³ LINARES BRETON, Samuel “La operación financiera de *underwriting*”, Diario LA LEY 140-113.

También se ha señalado que “es el contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio de la cual, la primera se obliga a prefinanciar, en firme o no, títulos valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación en el mercado”.⁴

En la doctrina extranjera latinoamericana, existe similitudes en considerar que el negocio de “underwriting” configura un contrato celebrado entre una entidad o intermediario financiero denominado underwriter y una sociedad emisora de valores mobiliarios, por el cual la primera se obliga a prefinanciar a la segunda, parcialmente los recursos que se obtendrían como resultado de su colocación y comprometiéndose a preocupar la colocación de tales valores en el mercado primario, garantizando un total o parcial, suscripción por parte de los inversionistas dentro de un plazo predeterminado, bajo el compromiso de adquirir en firme el saldo de los valores no colocados en caso que al término del plazo quedaran valores sin suscribir.

Así se afirma que "se trata de un contrato casi atípico, en virtud de la cual una empresa financiera y una sociedad emisora de valores mobiliarios contratan a fin de que la primera citada se obliga a financiar, prefinanciar y vender los valores emitidos por la segunda traída a colocación".⁵

También se sostiene que "en el contrato de underwriting intervienen dos partes: la sociedad emisora de valores primarios y el underwriter o intermediario financiero, el cual suscribe la primera emisión sin la intención de conservar los títulos para sí. Lo que pretende es desprenderse de ellos a través del Mercado de Valores, obteniendo su utilidad de la diferencia entre el valor de adquisición de los títulos y su valor de venta"⁶.

Es decir que podemos concluir que el underwriting, es un contrato atípico celebrado entre un banco o una entidad financiera (underwriter) y una empresa o sociedad comercial, por el cual la primera se obliga principalmente a prefinanciar la emisión de acciones u obligaciones negociables, a cambio de una determinada remuneración y, complementariamente, a prestar una diversidad de servicios (remunerados o no), tales como asesoramiento, estudio, emisión de informes, consejos, entre otros, todos convergentes y de manera interdependiente, para arribar a un único resultado predeterminado, que es el buen éxito del negocio.

En la prestación del servicio, el banco o la entidad financiera interviniente, proporciona a la sociedad emisora, por anticipado, los fondos de dinero que serían el resultado de la emisión de acciones o de títulos valores, decidida. Pero es preciso diferenciar el underwriting como operación activa, que lleva ínsito el financiamiento de la emisión, de aquel underwriting

⁴ BARREIRA DELFINO, Eduardo A. y BONEO VILLEGAS, Eduardo “Contratos bancario modernos”, p. 233, editorial ABELEDO PERROT, Buenos Aires – Año 1985.

⁵ BRAVO MELGAR, Sidney Alex “Contratos modernos empresariales”, p. 49, editorial FECAT, Lima – Año 1997.

⁶ AVENDAÑO VALDEZ, Jorge.- "El contrato de underwriting", publicado en Normas Legales, Legislación, Jurisprudencia y Doctrina, Tomo 289-A-111, Junio 2000; KIRMSER, José, RÍOS ÁVALOS, B. y RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A. “Derecho Bancario” (2 tomos), editorial LA LEY PARAGUAYA SA, 6ª edición – Asunción – Año 2011.

que simplemente es una operación de servicios, donde no se asume ninguna obligación de suscribir las obligaciones negociables.⁷

La colocación en el mercado de capitales de valores negociables que se emiten, es el mecanismo apto para permitir llegar al universo de potenciales inversores, sin distinción de la capacidad patrimonial de los mismos.

En este sentido, la estrategia de la colocación de una emisión de títulos valores, es crucial para el logro de los objetivos de la emisión. Resulta que la modalidad y el procedimiento de colocación inciden en forma directa en el éxito del endeudamiento decidido y de la financiación perseguida, atento los diferentes riesgos y costos operativos emergentes, según fuere el camino seleccionado.

En este sentido, ha recobrado notoriedad el contrato de underwriting, en virtud de quedar bajo la responsabilidad profesional del banco interviniente, la estrategia de la financiación de la colocación de los documentos de la deuda que decida emitirse.

El “underwriting”, conocido también como suscripción temporal es una práctica de origen anglosajón. Consiste en un mecanismo que desarrollan los bancos que se dedican a conseguir fondos para las empresas, mediante la colocación de acciones o títulos de deuda, prefinanciando las emisiones dispuestas y, a la vez, colocarlas en el mercado.

El “underwriting” es un instrumento de financiación, por el cual se puede lograr una paulatina canalización de recursos captados en el mercado bancario hacia las actividades productivas. Pero para que ello sea posible, es necesario que exista un adecuado mercado de capitales que actúe de manera sincronizada con el mercado monetario, de modo de permitir la circulación de recursos captados por las entidades financieras hacia inversores del mercado de capitales y viceversa.

No existe en el idioma español un término que traduzca adecuadamente el significado del “underwriting”, aunque existe consenso en su significación más amplia, que se refiere a la adquisición de una emisión de títulos valores a un precio fijo garantizado con el propósito de vender esta emisión entre el público, siendo un vehículo para realizar un negocio financiero.

Efectivamente, configura un contrato financiero que encierra una nueva técnica de financiación, mediante la cual la banca moderna contribuye al desarrollo empresarial, adelantando dinero a los emisores de títulos o valores negociables contra la entrega de los respectivos activos financieros lanzados al mercado.

En otras palabras, es un contrato por el cuál una entidad financiera prefinancia a una empresa la emisión de acciones o títulos de deuda, en forma total o parcial, encargándose además de colocar luego los títulos en el mercado.

⁷ KENNY, Mario O. “Obligaciones negociables”, p. 226, editorial ABELEDO PERROT, Buenos Aires – Año 1991.

Desde la óptica económica, el “underwriting” configura un procedimiento técnico financiero que bajo diversas modalidades permite que una entidad financiera (banco comercial o de inversión o compañía financiera) que actúa en el mercado de capitales, anticipe a una sociedad emisora el producido del endeudamiento que asumirán los terceros tomadores de las obligaciones emitidas por esta última, como consecuencia del procedimiento de colocación contratado y desplegado.

La sociedad que considere necesario y/o conveniente contar con auxilio financiero para el adecuado financiamiento del giro de sus negocios, puede recurrir a los terceros invitándolos a prestar dicho financiamiento en condiciones atractivas, mediante la entrega de títulos valores emitidos especialmente para tal finalidad y colocados por intermedio de un “underwriter”.

El objetivo del “underwriting” es trasladar al mercado el total de la emisión autorizada, de modo tal que al finalizar el periodo de convenio temporal, los títulos estén en manos de inversionistas institucionales o particulares, razón por la que la entidad financiera cumple con su función legal 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.

De este modo el banco interviniente prefinancia la emisión, adquiriendo toda o parte de la emisión, pero no con el propósito de asumir el rol de acreedor durante todo el tiempo de la amortización del capital facilitado, sino con el propósito de colocar los títulos valores negociables emitidos a medida que la capacidad de absorción del mercado de títulos valores cotizables así lo permita, tomando a su cargo el riesgo de la colocación o no.

Es decir, que la entidad financiera mediante el “underwriting”, no persigue la inversión de su capital en el endeudamiento de otras sociedades. Todo lo contrario, su propósito es desprenderse dentro del menor tiempo posible y en las mejores condiciones económicas, de la cartera de títulos adquirida por medio de la operación del “underwriting” oportunamente concertada.

El “underwriting” es negocio para emisor y colocador, en tanto los recursos afectados a una emisión se reciban prontamente por el primero y se liberen eficientemente para el segundo, con la finalidad de que puedan aplicarse a otra operación.

1.2. Rol de las entidades financieras.

En este sentido, las entidades financieras que realizan “underwriting” actúan como prefinanciadoras, al anticipar a la sociedad emisora los empréstitos aprobados, con la intención de transmitir a otros inversores la titularidad de las acreencias representativas de aquellos adelantos.

Los beneficios recíprocos de la operatoria consisten:

- Para la sociedad emisora, en la posibilidad de lograr un crédito de dinero, de inmediato, debido a permite obtener los recursos proyectados sin esperar la colocación de los bonos objeto de la emisión.
- Para la entidad financiera, en obtener un lucro legítimo derivado de la diferencia entre el valor de suscripción y el precio ulterior de la colocación de los títulos valores.

Procede señalar, también, que la operación de “underwriting” no se agota ni se circunscribe al prefinanciamiento de las emisiones sino que –además- involucra una serie de servicios complementarios (asesoramiento, estudios, informes, consejos, etc.) que brinda la entidad financiera, como conjunto de obligaciones de hacer que convergen, de modo interdependiente, hacia un mismo objetivo de resultado como es el buen éxito del negocio.

Contestes con la descripción efectuada, puede decirse que el “underwriting” es la convención escrita, consensual, atípica, bilateral y onerosa celebrada entre una sociedad emisora y una entidad bancaria, cuyo contenido obligacional es variable con relación a una emisión en masa de valores mobiliarios a los fines de asegurar su cobertura.

Analizando la legislación del Paraguay, se observa que las operaciones de “underwriting” se hallan permitidas por la Ley 861 de Bancos, Financieras y otras Entidades de Crédito, que solo faculta la realización de este tipo de operación. Así, en el art. 40, inc. 14) se permite a los bancos, suscribir transitoriamente primeras emisiones de valores de oferta pública, con garantía parcial o total de su colocación, en el inc. 15) se faculta a adquirir, conservar y vender acciones y bonos emitidos por sociedades anónimas establecidas en el país y en el inc. 16) se faculta a adquirir, conservar y vender acciones de sociedades que tengan por objeto brindar servicios, con carácter exclusivo, a la misma entidad o a sus filiales. Por su parte, en el art. 73, inc. 13) se permite a las financieras, a adquirir, conservar y vender acciones y bonos emitidos por sociedades anónimas establecidas en el país y en el inc. 14) se faculta a adquirir, conservar y vender acciones de sociedades que tengan por objeto brindar servicios, con carácter exclusivo, a la misma entidad o a sus filiales.

La ley no define este contrato; sólo se limita a describir la operatoria. De modo tal, que estamos en presencia de un contrato atípico, por lo que el cuerpo contractual que contiene los términos y condiciones de la contratación, se erige en la “ley” principal de los contratantes.

De modo que fácil resulta apreciar, que la misma ley bancaria autorizante, abre un amplio abanico de posibilidades y diseños operativos para la difusión y el desarrollo de esta técnica de financiación empresarial.

Desde la óptica de su mecánica operativa, el “underwriting” queda sometido a la Ley 1.284 del Mercado de Valores, que regula la oferta pública de valores y sus emisiones, ya que el proceso de colocación de los valores emitidos y que se prefinancian, exige su ofrecimiento al público en general, para garantizar las mayor transparencia en esa colocación entre los inversores, sean institucionales, corporativos o simplemente particulares (el denominado pequeño inversor).

No obstante lo escueto de la descripción explicitada y la ausencia de toda otra referencia legal o reglamentaria sobre el contenido y las modalidades del “underwriting”, conforme se ha ido delineando en la práctica internacional, las particularidades esenciales de esta operatoria son las siguientes:

- La existencia de financiamiento por parte de la entidad financiera interviniente.
- El objeto de la operación lo constituyen los títulos valores emitidos en masa por la sociedad beneficiaria de la financiación.
- La finalidad perseguida es la colocación de los títulos valores emitidos y prefinanciados a la brevedad posible en las condiciones más ventajosas, de modo de optimizar los recursos aplicados.

Procede señalar que es de práctica la formación de conjuntos de bancos, constituyendo los denominados sindicatos o consorcios, con el propósito de colocar entre el público inversor, títulos de capital o de deuda emitidos por las empresas, que una vez cumplido el cometido fijado en su creación, pasan a disolverse .

Atento la raigambre financiera del contrato de “underwriting”, su celebración queda sujeta al previo cumplimiento o adecuación de las normas reglamentarias de la asistencia crediticia, como ser: política de créditos, de conformidad con su destino; patrimonio e ingresos del cliente y rentabilidad del proyecto; capacidad de pago para el reintegro de los fondos facilitados; ponderación y fraccionamiento del riesgo crediticio; límites del endeudamiento; vinculaciones económicas y/o integración en conjuntos económicos; asignación de recursos en función de su captación.

Va de suyo que resulta incuestionable que el “underwriting” configura una nueva técnica bancaria, cuyo vínculo unificador consiste en la financiación que obtiene una de las partes, la emisora de los títulos, de la otra, el banco que se la brinda.

La determinación del precio del contrato estará en función del monto de la inversión afectada en la operación y su recupero, conforme la modalidad utilizada y el plazo acordado o pronosticado para la colocación de la pertinente emisión. Todo ello con la ventaja de la reducción de costos y la capacidad profesional que implica la intervención de una entidad especializada.

La intervención de una entidad financiera especializada mediante la técnica descripta, permite la canalización de recursos, posibilitando la transferencia de los mismos desde los oferentes hacia los demandantes de fondos, con el objetivo de capitalizar, desarrollar y expandir las empresas, al poder financiar su actividad y/o su capitalización.

Sin perjuicio del financiamiento que constituye el elemento central del contrato, la utilización de esta técnica comprende, además, la prestación de diversos servicios que forman parte integrante de la operatoria y atañen también a la esencia de la misma.

En este sentido, estos servicios de complementación abarcan estudios sobre la etapa previa al lanzamiento de la emisión de los títulos, sobre la factibilidad de su colocación, como así también acerca de la expansión y desarrollo futuro de la empresa beneficiaria.

1.3. Trascendencia del mercado de capitales.

El mercado de capitales de Paraguay, siguen siendo aún poco profundos y escasamente desarrollados, en comparación con otras naciones de la región de América Latina y el Caribe. Los volúmenes negociados en la Bolsa de Asunción porcentualmente no son significativos comparados con el PIB del país.

Los bancos continúan dominando el mercado financiero paraguayo siendo aún el crédito bancario la principal fuente de financiamiento de la actividad económica. Los inversores institucionales -fondos de pensiones (en especial el Instituto de Previsión Social), empresas de seguros, el Gobierno nacional y otros- aun no participan activamente en el mercado de capitales.

El mercado de títulos privados (bonos, títulos de crédito, pagarés y acciones), no ofrece volúmenes importantes, siendo volumen total negociado en el mercado primario muy importante, pero muy reducido en el mercado secundario; siendo también muy amplia la elección de títulos de renta fija, en comparación con los de renta variable.

La amplia mayoría de las emisiones fueron negociadas a través de la oferta pública. En cambio, la colocación privada (sin pasar por la Bolsa), fue realmente insignificante.

Tal particularidad funcional, explica que el “underwriting” sea un instrumento financiero de no frecuente aplicación en nuestro país, ya que depende necesariamente de un mercado de capitales con alto grado de desarrollo. Pero ello no significa que este condenado a su sepultura, siendo imprescindible difundir y educar respecto de sus particularidades como instrumento de financiación del empresariado, sustentado en el ahorro del público.

2. Partes que intervienen en el contrato.

En el proceso de suscripción temporal participan la entidad financiera autorizada a realizar estas operaciones y la empresa emisora de los valores negociables diseñados, cada cual con funciones, tareas y responsabilidades claramente definidas.

Las funciones habituales, en términos generales se mencionan a continuación:

a) Para la empresa emisora.

Es la empresa que necesita fondos líquidos que se generen mediante la colocación de títulos valores al público, para lo cual contrata los servicios de intermediarios especializados (generalmente bancos), de modo de facilitar la obtención de los recursos.

Estas empresas normalmente recurren al procedimiento de underwriting, debido a que desean asegurarse recibir una cantidad determinada de recursos, utilizar una experiencia

mayor en la colocación de títulos valores y conformar un mejor contacto con inversionistas potenciales.

b) Para el banco y demás entidades financieras.

Es la entidad especializada en la intermediación de títulos valores, tanto en el mercado primario como en el secundario, que normalmente organiza una estructura piramidal con otros intermediarios financieros que participan en los esfuerzos de colocación de los títulos valores en el mercado.

Algunas de las ventajas de utilizar estos mecanismos, es que permiten acceder a mejores fuentes de financiamiento, así como lograr una mayor certeza en la colocación de los títulos de deuda, generando una mayor rapidez en el cumplimiento de los objetivos finales de las empresas emisoras con sus proyectos.

Por su parte, para los inversionistas resulta más fácil encontrar la información necesaria o prospecto de la empresa y tomar una mejor decisión de inversión.

3. Caracterología del contrato de “underwriting”.

Conforme lo expuesto y siguiendo los principios rectores del Código Civil del Paraguay, el contrato de “underwriting” puede caracterizarse conforme su estructura y su función financiera:

a) Los caracteres estructurales son:

- *Consensual*: el contrato queda perfeccionado por el solo consentimiento de las partes, siendo la entrega de títulos que hiciera la emisora al banco prefinanciador, un acto de simple ejecución del contrato, tradición que no es necesaria para perfeccionar el contrato. El acuerdo de voluntades es suficiente para generar la producción de la totalidad de los efectos propios de la convención arribada. La concreción de la emisión como su correlativa financiación, van a tener lugar, luego de haberse firmado el contrato y asumidos los distintos compromisos por cada parte interviniente.
- *Bilateral*: atento que ambas partes asumen obligaciones recíprocas. La sociedad emisora se obliga a emitir títulos en legal forma, entregarlos al banco y a reconocerle las retribuciones convenidas; la entidad financiera se obliga a prefinanciar y colocar la emisión de dichos títulos, a su riesgo conforme sea la modalidad de “underwriting”. Consecuentemente, una de las partes no podrá demandar su cumplimiento a la otra, si no probare que ella ha cumplido u ofreciere cumplirlo, a menos que la otra parte debiere efectuar antes su prestación (art. 719 del Código Civil). Asimismo, el incumplimiento por una de las partes autoriza a la que no sea responsable de él, a pedir la ejecución del contrato, o su resolución con los daños e intereses, o ambas cosas (art. 725 del Código Civil).

- *Oneroso*: se trata de una prestación que es seguida por una contraprestación en la que el banco prefinancia en busca de una rentabilidad determinada y, además, pacta una retribución o comisión por los servicios de asesoramiento, consultoría y gestión que despliega. La onerosidad resulta indiscutible.
- *Conmutativo*: ya que las partes al vincularse contractualmente, conocen los términos y condiciones a las que se someten y, en consecuencia, han ponderado las ventajas y desventajas como sus derivaciones económicas, desde el mismo momento de la celebración del contrato.
- *Atípico e innominado*: es un vínculo que no se halla regulado en el Código Civil. El *underwriting* carece de denominación legal y no registra una regulación expresa, completa y unitaria del negocio en el ordenamiento jurídico paraguayo. Sin perjuicio de ello, siendo un contrato innominado se regirá prioritariamente por las propias normas contractuales y, supletoriamente, por las disposiciones relativas a los contratos nominados con los que tuvieren mayor analogía (art. 670 del Código Civil).
- *No formal*: no existe disposición legal alguna que exija una solemnidad especial para su existencia o para su prueba, aunque el documento contractual es conveniente por su contenido, en el sentido de los precisos términos, condiciones y procedimientos establecidos para el buen desarrollo de la relación contractual como para su interpretación en los supuestos de controversias entre las partes o terceros interesados. Además, es requisito indispensable el instrumento escrito para cumplimentar las autorizaciones y permisos ante la Comisión Nacional de Valores, cuando se solicita incorporarse al régimen de oferta pública para colocar los títulos pertinentes.
- *Autosuficiente*: dado su atipicidad y teniendo en cuenta el principio rector consagrado en el art. 715 del Código Civil que sostiene que las convenciones hechas en los contratos forman para las partes una regla a la cual deben someterse como a la ley misma, y deben ser cumplidas de buena fe, por lo que ellas obligan a lo que esté expresado, y a todas las consecuencias virtualmente comprendidas, el contrato de “*underwriting*” debe contemplar minuciosamente los derechos y obligaciones asumidos por cada parte y precisar inequívocamente los senderos que tiene que seguir las partes para ejercer sus derechos y cumplir sus obligaciones.

b) Los caracteres funcionales son:

- *Prestación de un servicio financiero*: se trata de una técnica bancaria de financiamiento empresarial. El costo de la operación estará dado por el monto de la inversión que el *underwriter* debe afectar a la prefinanciación; el plazo estimado de recupero y la diferencia que se obtenga entre el valor de suscripción y el precio de posterior venta de los títulos en el mercado.

- *Canalización de recursos*: el banco que prefinancia hace posible la transferencia de recursos del mercado monetario hacia el mercado de capitales, coadyuvando al desarrollo y expansión de las empresas emisoras.
- *Prestación de otros servicios*: va de suyo que el financiamiento constituye el aspecto central del contrato y el vínculo unificante de las partes contratantes, pero además, acarrea una serie de servicios que hacen al desarrollo del contrato, tales como, asesoramiento, análisis de solvencia y proyecciones, estudios sobre la estructura de la emisión, publicidad y marketing, factibilidad sobre la colocación de los títulos a emitir, perspectivas del mercado financiero, etc.

4. Reglamentación contable.

Sin perjuicio de la atipicidad del contrato de “underwriting”, la Comisión Nacional de Valores, como autoridad de aplicación de la ley 1.284 y en ejercicio de sus potestades reglamentarias que implican una cierta carta de ciudadanía de esta moderna operatoria de financiación empresarial.

Así tenemos las normas para la elaboración y presentación de estados contables de las casas de bolsa, aprobadas por la Resolución CNV N° 950/06 (Acta de Directorio N° 52 de fecha 16 de junio de 2006), que dispone registrar y reflejar contablemente:

Obligaciones por contrato de UNDERWRITING (corto y largo plazo)

EMISOR	TIPO DE OPERACION	PLAZO DE VENCIMIENTO DEL CONTRATO	Importe Corto plazo G.	Importe Largo plazo G.
Total actual				
Total anterior				

Composición de algunas cuentas del ACTIVO:

Derechos sobre títulos por Contratos de UNDERWRITING: en este subgrupo se incluye la suscripción total o parcial de títulos de emisión primaria realizada por el intermediario de valores, de acuerdo a la modalidad de suscripción pactada en el respectivo contrato de suscripción.

Composición de algunas cuentas del PASIVO:

Obligaciones por contratos de UNDERWRITING: en este subgrupo se incluyen las obligaciones por la suscripción total o parcial de títulos de emisión primaria realizada por el intermediario de valores, de acuerdo a la modalidad de suscripción pactada en el respectivo contrato de suscripción.

Esta forma de reflejo en los estados contables, permite analizar más diáfananamente la existencia de compromisos emergentes de operaciones de “underwriting”.

5. Clases de “underwriting”.

En atención a las condiciones de estructuración del procedimiento de underwriting, resulta importante distinguir que prestaciones asume el banco interviniente en el proyecto de que se trate. Puede asumir un servicio de financiamiento más un servicio de prestación de servicios administrativos, o solamente uno u otro en forma independiente. En otras palabras, el banco puede actuar realizando una operación activa (financiación) y/o una operación neutra (prestación de servicios).

Siendo que la actividad natural de los bancos, como intermediadores financieros institucionales que son, el ofrecimiento de líneas de asistencia crediticia y de financiación es el propósito prioritario en la celebración de este contrato.

Conforme sean los riesgos de crédito que el banco asuma, el “underwriting” tiene como objetivo principal prefinanciar aquellas decisiones, sea de emisión de capital como de emisión de deuda, que organicen las empresas necesitadas del aporte de recursos de terceros para implementar y hacer realidad sus proyectos de ampliación y expansión.

Bajo esta óptica, las modalidades más frecuentes de “underwriting” para el financiamiento y colocación de los títulos emitidos en el mercado, son las siguientes:

- *“Underwriting” en firme.*

En esta modalidad contractual, consistente en la suscripción inmediata de la totalidad de la emisión dispuesta, la entidad financiera desembolsa el monto total de la emisión aprobada que suscribe, en forma inmediata a favor de la empresa emisora, lo que representa el éxito absoluto de la obtención de la financiación perseguida por esta última. Y como contrapartida, el banco interviniente se encarga de vender y colocar los títulos en el mercado por su cuenta y riesgo. Es decir que por esta modalidad, la empresa emisora se garantiza tener cubierta la totalidad de la emisión en el mismo acto de la creación y entrega de los títulos.

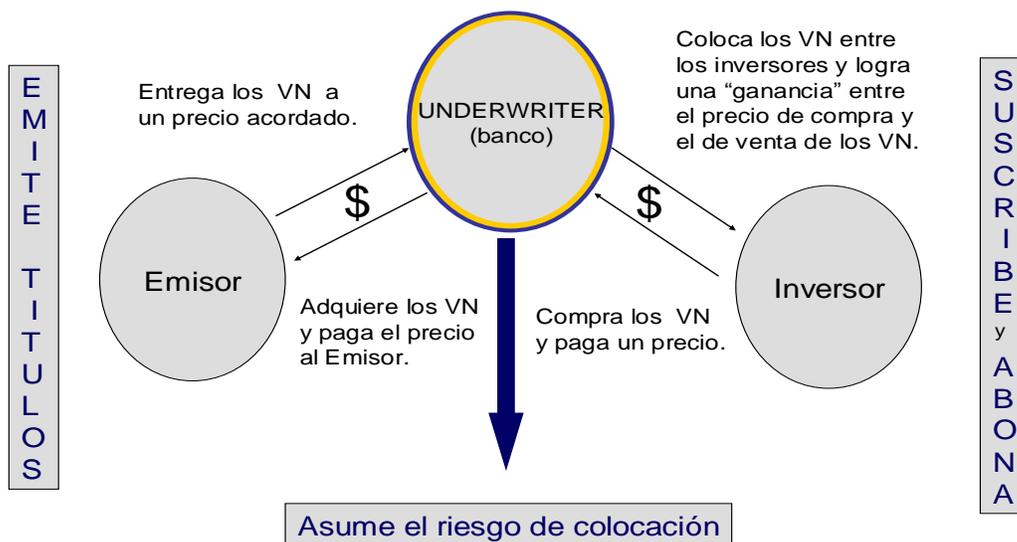
Por su parte, el banco ofrece los títulos en el mercado a precio de cotización, por lo que si este precio es “sobre la par”, la diferencia lo beneficia; si, en cambio, es “a la par” o “bajo la par”, la diferencia constituye el riesgo asumido al haber garantizado “en firme” la emisión de los respectivos títulos suscriptos.

En estas dos últimas hipótesis, el riesgo del banco es grande, ya que no puede recuperar el dinero invertido ni devolver los títulos que no alcance a colocar. De modo tal, que esta modalidad que ofrezca el banco, parte de la premisa de que el estudio de factibilidad realizado, indica que la colocación ulterior se encuentra asegurada y que el precio de colocación va a representar una ganancia para el underwriter, ya que por lo menos, tiene que ser levemente superior a la tasa de interés que obtendría colocando el dinero en préstamos u otras asistencias financieras.

Se trata de una modalidad que implica el financiamiento directo al emisor y donde la emisora se asegura la colocación total de la emisión. Desde el punto de vista económico para el futuro, el underwriter asume el riesgo de colocación y de rentabilidad conforme sea el precio de colocación que obtenga del mercado. Riesgo que el underwriter debe

minimizar al extremo, en el estudio, organización, asesoramiento e implementación de los servicios contratados.

Underwriting “en firme”



- “Underwriting” en espera (“stand by”).

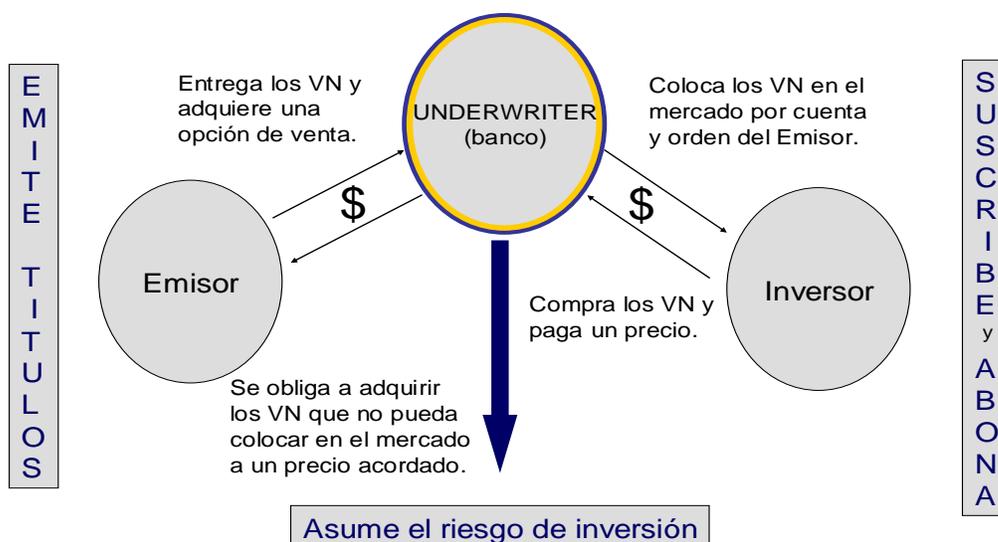
En esta modalidad, el banco se obliga a prefinanciar los valores mobiliarios, que durante un determinado tiempo (por ejemplo 180 días) no haya podido colocarlos directamente la entidad emisora. Recién producido el vencimiento del plazo para la auto colocación por parte de la emisora, se hace exigible la entrega de los títulos sobrantes por la empresa a la entidad financiera y ésta a suscribirlos, prefinanciando así el valor nominal de los mismos y, posteriormente, a colocarlos en el público.

En esta tesitura, el banco sólo suscribirá los títulos que no fueron colocados en el plazo determinado o prefijado. Durante la etapa de colocación de los títulos a cargo de la emisora, el banco se encuentra a la espera – en stand by – del resultado del proceso de colocación que realice aquella.

Configura una modalidad de financiamiento, donde la emisora persigue asegurarse la colocación y suscripción total de la emisión por sí misma, pero con la tranquilidad del compromiso asumido por el banco de quedarse con los títulos no colocados. El banco asume, en este caso, el riesgo de inversión en esos títulos valores negociables.

Tanto en la primera modalidad (en firme) como en la segunda (stand by), sólo serán de interés para el banco que prefinancia, indagar si los títulos emitidos son, a su juicio, de fácil y rápida colocación en el mercado.

Underwriting “stand by”



- “Underwriting” al mejor esfuerzo (“best-effort”).

En esta modalidad, el banco se compromete a desplegar sus máximos esfuerzos para colocar en el mercado los títulos emitidos, dentro de un plazo determinado, pudiendo comprar y suscribir los títulos emitidos (servicio financiero) o comprometiéndose solo a colocarlos entre los inversores por cuenta de la emisora (servicio administrativo y de gestión).

Si suscribe la emisión, el banco prefinancia porque anticipa los fondos pertinentes, pero sin comprar en firme, porque lo hace bajo la condición de que en el supuesto de quedar algún remanente sin colocar, al vencimiento de ese plazo fijado, el banco procederá a devolver la cantidad de títulos no negociados en el mercado y la empresa emisora deberá restituir los fondos percibidos, en los términos y condiciones pactados como si se tratara de un simple préstamo recibido en su oportunidad.

De acordarse la prefinanciación traducida en el anticipo de fondos, configura un mecanismo que representa la asunción del riesgo crediticio por parte del banco, razón por la cual cae sobre sus espaldas el realizar los mayores esfuerzos de colocación.

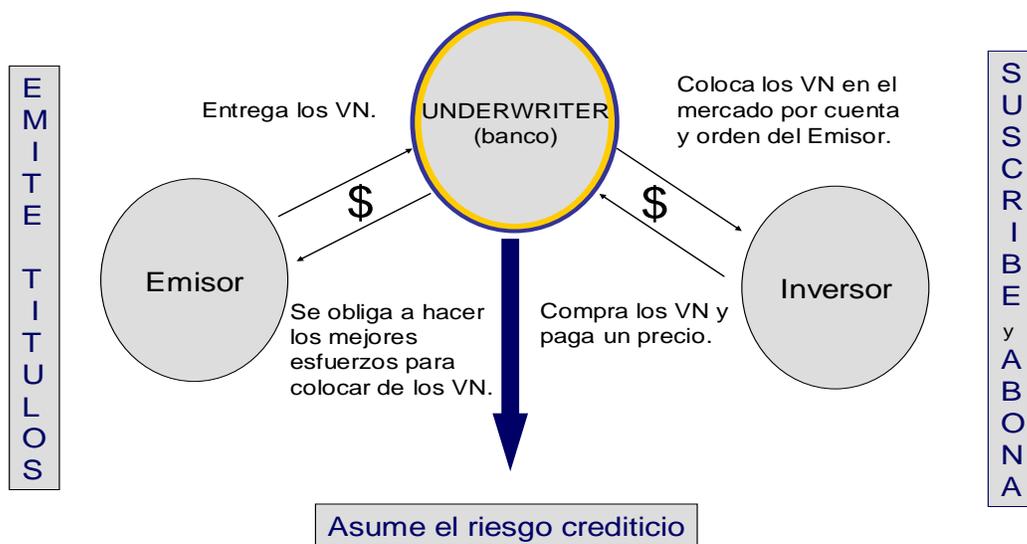
Conforme sea el porcentaje de la emisión que resulte colocada en el período comprometido, la operatoria significará una eficaz herramienta de financiamiento o, más bien, una modalidad de colocación de valores negociables.

Va de suyo que esta modalidad de financiamiento, sin suscripción definitiva, para el banco interviniente representa asumir el riesgo crediticio, por la eventual devolución de los fondos anticipados, que serán equivalente al valor de los importes anticipados por los títulos no colocados más la tasa de interés que se pactare para el supuesto de darse esa situación de reintegro.

Se ha reconocido, sin embargo, que la entidad financiera no financie la emisión, sino simplemente realizar una amplia tarea de asesoramiento previo, anticipando las mejores condiciones de ubicación de los títulos, tanto cuando se ha decidido emitirlos como luego durante el trámite de su colocación.

El banco intermediario no está corriendo ningún riesgo por cuanto al emisor más bien le interesa la experiencia que posee en este campo dicha institución y no su capacidad financiera para absorber los títulos. Fácil resulta advertir, que estamos en presencia de una modalidad que no implica una alternativa de financiación para el emisor.

Underwriting “a mayor esfuerzo”



- “Underwriting” de simple colocación.

En este supuesto no hay un adelanto de fondos y, consecuentemente, no hay suscripción ni financiamiento a favor del emisor. El banco solamente compromete una obligación de hacer, de prestar un simple servicio de carácter profesional, remunerado mediante una

comisión o retribución específica, por la gestión de colocar los títulos en el mercado de capitales.

En realidad no estamos en presencia de un contrato de underwriting financiero, precisamente porque no existe ningún financiamiento. Simplemente se trata de un corretaje de títulos, a cargo de un agente colocador o mandatario. A través de esta modalidad no se prefinancian emisiones de valores negociables sino simplemente se brindan servicios de asesoramiento y colocación ulterior en el mercado de los títulos emitidos.

En banco interviniente, no arriesga su patrimonio en la operación sino que simplemente intenta una retribución por los servicios a brindar.

Va de suyo que el “underwriting” auténtico es el que comprende una variante de financiación en la colocación de las obligaciones negociables emitidas, razón por la cual, esa operatoria ha sido contemplada en la ley 861 de bancos y entidades financieras, como una operación activa, que se nutre de los ahorros depositados por el público en general.

En síntesis, esa financiación podrá ser integral (en firme), integral o parcial (por el remanente), o bien, de colaboración crediticia (por lo no colocado).

5. Sobre la colocación privada de valores.

El ordenamiento legal no regula como tal, la oferta y colocación privada de valores negociables, de modo que su conceptualización queda librada a los criterios uniformes que vayan sentando la doctrina y la jurisprudencia.

Va de suyo que el atractivo de la oferta y colocación privada, está dado por la simplicidad y agilidad del procedimiento de ofrecimiento a los posibles inversores, puesto que el cúmulo de autorizaciones que requiere el régimen de la oferta pública, no son necesarios implementar en estos casos; aunque fuerza reconocer que el campo de emisión y colocación es muy reducido, tanto en su magnitud del monto económico a obtener por parte de la emisora como de los destinatarios que pueden estar interesados a invertir. Pero tiene la ventaja del ofrecimiento directo de los valores negociables emitidos, a interesados conocidos, los cuales, generalmente integran una cartera de inversores determinados que pueden responder a la oferta privada cursada.

En esta línea de pensamiento, debe entenderse como colocación privada, la oferta de valores negociables que con las mismas características jurídicas que una emisión sujeta al régimen de oferta pública, recibe un tratamiento diferente por parte del derecho del mercado de capitales. La diferencia radica en que no existe en esta modalidad de colocación un control de legalidad de la oferta como mecanismo tuitivo del Estado en protección del público inversor y está limitada por su carácter cerrado, a sólo un determinado número de ahorradores.⁸

⁸ CAMERINI, Marcelo A. “La oferta pública y la colocación privada”, ponencia en el V Congreso de Aspectos Legales de las Entidades Financieras, organizado por la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional de Lomas de Zamora, el 28 y 29 de junio de 2007, Libro de Ponencias II-437.

Los criterios de diferenciación entre la oferta pública y la colocación privada son varios, correspondiendo agruparlos en elementos centrales y adyacentes. Los elementos centrales son: (i) forma de colocación; (ii) número de inversores, y (iii) requisito de información y control. Mientras que los elementos adyacentes son: (iv) finalidad de la inversión, y (v) importe de la inversión.

En el primer caso, la forma de colocación permite definir a priori si la oferta es pública o privada. En esta última especie, el ofrecimiento se hace en forma personal al potencial inversor. Asimismo, existe la posibilidad que quien acepte el ofrecimiento, modifique el contrato de acuerdo a sus mejores intereses. No existe el mecanismo de publicidad de la oferta por ninguna forma.

En el segundo caso, el número de inversores, es en mi opinión un dato esencial respecto de sí la oferta es pública o no privada, ya que como dije antes de ahora, cuando se implementa un sistema de visitas puerta a puerta, estamos en presencia de un mecanismo de invitación en masa e indiscriminada a potenciales inversores a invertir sus ahorros en los valores mobiliarios ofrecidos. Mientras que si el número de inversores es reducido, debe quedar calificado como una oferta privada.

En el tercer caso, respecto de los requisitos de información y control, en la oferta pública son obligatorios y en tanto no se satisfaga con los mismos, no se alcanza el estándar exigido por el control de legalidad que practica la autoridad reguladora de la materia. Por el contrario, en la colocación privada, si bien existe información, es sólo el potencial cliente quien determina la cantidad de información que necesita para decidir su inversión.

En el cuarto caso, con relación a la finalidad de la inversión, en la oferta pública la misma tiene como objetivo facilitar el desarrollo de la iniciativa individual y el espíritu de empresa. Pero también persigue la creación de un mercado secundario de valores negociables que permita la liquidez de la inversión. En la oferta privada, en cambio, puede existir o no un proyecto de financiamiento empresario, pero no existe un mercado secundario de valores negociables. O sea, el tenedor deberá esperar a que se cumplan con las condiciones establecidas en la emisión. Por supuesto, podrá revenderlo en forma privada o también hacer una cesión de su derecho.

En el quinto caso, el importe de la inversión permite determinar si se está ante una oferta pública o privada. Entiendo que cuando el importe de la emisión de valores negociables es pequeño o bajo, debe ser de carácter privado necesariamente, ya que no podría pensarse en hacerla pública por los gastos que demanda el control de legalidad estatal, que no justificarían la realización de la emisión.⁹

Conforme lo hasta aquí expresado, también es plenamente factible recurrir al contrato de “underwriting” para organizar y llevar adelante la prefinanciación y ulterior colocación de

⁹ CAMERINI, Marcelo A. “La oferta pública y la colocación privada”, ponencia en el V Congreso de Aspectos Legales de las Entidades Financieras, organizado por la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional de Lomas de Zamora, el 28 y 29 de junio de 2007, Libro de Ponencia II-437.

los títulos emitidos por determinada empresa, por considerarse innecesario recurrir a la oferta pública regida por la ley 1284, atento que los destinatarios del ofrecimiento que haga el underwriter, son conocidos y resultan potenciales interesados en invertir en los instrumentos financieros de que se trate. La emisora obtiene los fondos adelantados por el banco interviniente y los títulos son colocados posteriormente entre esos inversores o grupos de inversores, a quienes se les ofrece directamente los mismos, en los términos, condiciones, tiempos y precios de colocación que sean redituables para todos los intervinientes en el proceso.

En síntesis, una oferta de valores no será considerada “oferta pública”: a) cuando se dirige a determinados inversionistas conocidos, por estar vinculados con el emisor o el banco interviniente en la prefinanciación y/o colocación, razón por la cual, al tener relación directa, no es necesario recurrir a medios masivos de difusión (prensa, radio, televisión, internet sin acceso restringido, cartas y correos electrónicos masivos) y que el emisor o colocador cumpla con ciertas obligaciones de información y resguardo, entre ellas, informar a los destinatarios el carácter de oferta privada, que la oferta y los valores no están sujetos a fiscalización de la CNV porque no están sujetos al régimen de oferta pública.

Es decir, no existe oferta de valores que se haga al público en general, por cualquier medio de comunicación, tal como reza el art. 4° de la Ley 1.284. Ergo, no se requiere en esos casos, la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores (art. 5° de la ley 1.284).

Un aspecto particular a señalar es que en algunas circunstancias una colocación privada puede vestirse con las apariencias de una oferta pública, cumplimentando los pasos reglamentarios apropiados. Esto puede responder a exigencias del grupo inversor o del agente colocador, a fin de evitar posibles complicaciones legales o bien capitalizar alguna ventaja de orden impositivo, o simplemente para facilitar su eventual venta en el futuro.¹⁰

En este sentido, es preciso tener presente que, considerando la finalidad de interés público de la ley 1.284, la Comisión Nacional de Valores tiene atribuciones para entender que toda negociación de instrumentos que, a su solo criterio, comprenda características semejantes a la oferta pública definida en el art. 4° de la misma ley, se tendrá como tal y deberá someterse a las normas reglamentarias dictadas por dicha autoridad de aplicación, en su rol de responsable del régimen del mercado de valores. Ello, sin perjuicio de las responsabilidades emergentes por las infracciones que pudieren haberse cometido (art. 181 de la ley 1.284).

6. Conclusión.

En definitiva el contrato de “underwriting” constituye un eficiente mecanismo de financiación para las empresas emisoras de valores negociables, que persiguen contando con la colaboración con un intermediario financiero, la obtención de una rápida liquidez, ofreciendo títulos valores emitidos por aquélla a los fines de que sean suscriptos por

¹⁰ KENNY, Mario O. “Obligaciones negociables”, p. 228, editorial ABELEDO-PERROT, Buenos Aires – Año 1991.

terceros, asumiendo la entidad interviniente los riesgos de colocación, inversión o crediticio, conforme sea la estructura del underwriting diseñado.

Dada su finalidad, el contrato de “underwriting” facilita el acceso de las empresas al mercado de capitales, pues al intervenir una entidad financiera especializada en el mercado de capitales, esta se encarga de todos los aspectos y detalles necesarios para estructurar una emisión, con la ventaja de obtener la prefinanciación de los recursos que necesita a la mayor brevedad.

Va de suyo que es un contrato técnicamente muy complejo, que hace inexorable la colaboración entre las partes contratantes, por el beneficio económico-financiero mutuo que se genera entre emisor e intermediario financiero, ya que sin esa participación especializada en el mercado de capitales, difícilmente pueda la emisora alcanzar los fines perseguidos: prefinanciamiento y suscripción de títulos valores.

Este instrumento permite:

- Obtención rápida de la liquidez requerida.
- Financiación a mediano o largo plazo, de forma rápida y segura.
- Posibilidad para las empresas emisoras de títulos de capital o de deuda, de asegurarse la obtención de recursos, dependiendo del tipo de underwriting a utilizar.
- Ampliar la variedad de instrumentos en el mercado, permitiendo a los inversores reducir los riesgos de cartera.

Desde el punto de vista sistémico, el “underwriting” sirve de nexo entre el mercado monetario y el mercado de capitales, debido a que los emisores resultan prefinanciados por las entidades bancarias, que captan recursos del público depositados en el mercado monetario, para luego recuperarlos en el mercado de capitales, a través de los inversores que invierten en esos títulos.

Es de resaltar que el mercado de capitales nacional no se encuentra desarrollado de manera tal, que haga profusa la utilización del “underwriting” como instrumento de prefinanciación para la emisión de títulos valores a ser colocados entre el público inversor.

Además el entorno macroeconómico, signado por una inflación crónica y por un déficit fiscal desmadrado, no resulta favorable para proyectar y ofrecer iniciativas financieras de las características que presenta este peculiar contrato, por limitaciones de los bancos en las asistencias financieras de magnitud y por la reticencia de las empresas a abrir sus capitales o endeudarse en demasía.

Conforme las modalidades de “underwriting” comentadas más arriba, posiblemente la modalidad a mayor esfuerzo (“*best-effort*”), pueda ser la más utilizada, en atención que es la que presenta menores riesgos para el banco interviniente, si tenemos en consideración las características y limitaciones del mercado de capitales paraguayo en la actualidad.¹¹

¹¹ BARREIRA DELFINO, Eduardo A. “Incidencias del Código Civil y Comercial – Contratos Bancarios”, editorial HAMMURABI, Buenos Aires – Año 2015.

