

Tesis para optar por el grado de Licenciatura en  
Derecho

Repercusiones Jurídicas y Sociales debido a la falta de  
Regulación del Contrato de Underwriting

**José Pablo Rodríguez Alpízar; Henry Ramírez  
Quesada**

**2002**

## CONTRATACIÓN ATÍPICA

### Clasificación de Contratos en Típicos y Atípicos

En el amplio campo de la contratación, podemos hablar de contratos típicos y atípicos, los primeros caracterizados principalmente por el hecho de que se encuentran establecidos en una normativa escrita y por ende en esta encuentran su regulación, tanto en la aplicación como en la ejecución de los mismos; por otra parte, los contratos atípicos van a ser aquellos que no se encuentran regulados por la normativa escrita y por lo tanto no existe una estructura o regulación propia aplicable en forma genérica. Estos contratos van a depender de la voluntad establecida por las partes en la constitución del mismo.

Con lo anteriormente observado, hemos hecho referencia a varias categorías contractuales.<sup>1</sup>

- 1) Las que hemos catalogado como tipos legales, es decir, los contratos que están descritos y regulados por la normativa aplicable (sea civil, comercial o alguna otra especial), ejemplos de estos contratos los encontramos en las figuras clásicas: la compraventa, el arrendamiento y la permuta. Estas figuras se encuentran tipificadas tanto en el Código Civil como en la Ley de Arrendamientos Urbanos y Suburbanos según corresponda. Para estos

---

<sup>1</sup> JAIME A. ARRUBLA PAUCAR. Contratos Mercantiles Tomo II, Segunda Edición, Pág 19.

contratos, encontramos tanto tipicidad de primer grado (contrato) como la tipicidad en segundo grado (tipo legal).

- 2) También hemos hecho referencia a otros contratos que no están individualizados o regulados por la normativa, pero que se practican en forma reiterada por la sociedad, por lo tanto tienen una función identificable e incluso una “regulación”. Ejemplo de ello es que para la Ley mercantil, la costumbre tiene la misma Autoridad que la Ley Comercial, siempre y cuando no actúe en contra de esta, y los hechos sean legales.

En este sentido, al ser la costumbre fuente de Derecho en materia Mercantil ocupa el mismo lugar que la Ley. Esta categoría de contratos que se conocen como socialmente típicos, son aquellos para los cuales existe una tipicidad de primer orden y una tipicidad social ( no tipicidad legal).

- 3) Los acuerdos ocasionales que ocurren entre las partes en ejercicio de la autonomía de la voluntad, es decir, de la potestad normativa que le permite el ordenamiento jurídico a los participantes para regular sus propios intereses, siempre que respeten los límites establecidos en las normas de orden imperativo u obligatorio, y no actúen más allá de lo legalmente establecido en cada caso.

Estos negocios gozan de una tipicidad de primer orden, pero precisamente por su afán innovador y de recursos circunstancial, no están formados ni en la Ley ni en lo Social. Atenderán en lo previsto, si es legalmente posible, a su propia regulación, o sea, a las disposiciones contractuales, establecidas por los contratantes en su potestad normativa social.

Observadas de la anterior manera, estas dos categorías serían típicas, entendiendo la tipicidad como el método en que se organizan. La diferencia fundamental se presenta en lo referente a la regulación de segundo orden, pues los primeros se encuentran en la Ley positiva, y los segundos en el contrato mismo. La tipicidad social y la legal, tienen en común que el cause normativo es preexistente. Aunque también presentan notables diferencias como que la tipicidad social opera en un segundo plano, es decir, a consecuencia de que la categoría no se adecue al tipo legal, y además, de que la validez de las normas en la tipicidad social es relativa.

Cabe ahora preguntarnos, ¿cuál es el campo que queda para los contratos atípicos?, si la tipicidad se entiende como un especial modo de organizar la regulación de los contratos, la atipicidad es lo contrario; la carencia de un modo de reorganizar la regulación de los mismos. Entendiendo así los contratos atípicos, se concluye que no los hay, pues las clases a las cuales nos hemos referido tienen regulación de primer orden y la propia para un segundo grado. Sin embargo, la

doctrina contractual se viene refiriendo a los contratos atípicos, para distinguirlos de aquellos que no han sido reconocidos por norma legal. Dicho de otro modo, la clasificación de típico o atípico depende simplemente de la circunstancia de haber sido acogido o no por una Ley como un tipo. Y la costumbre, la cual regularía el contrato, no lo convierte en típico.

Sin embargo, es importante recalcar que aunque los contratos atípicos no presenten una tipicidad “legal” si poseen plena validez puesto que son resultado de la voluntad de las partes (principio de la libre voluntad de las partes) y por ende tendrán plena validez jurídica desde el momento en que exista acuerdo de voluntades y su objeto sea lícito; todo eso establecido tanto en el artículo 1009 del Código Civil como en el 18 de la Ley General de Administración Pública en lo referente a el principio de legalidad en el derecho privado.

## **EL FUNDAMENTO DE LOS CONTRATOS ATÍPICOS**

Desde una óptica económica, la contratación atípica se fundamenta precisamente en la necesidad de adaptar los instrumentos jurídicos a las necesidades que impone la vida moderna, los cambios y el desarrollo de la economía. El derecho debe de ser permeable al cambio que se produce en la forma de vida humana, y muy especialmente en el derecho mercantil. El cual se caracteriza por ser “mutatis mutandi” o sea que cambia con la sociedad. Es por

ello que se le da gran importancia al principio de autonomía de la voluntad de las partes en la realización de los convenios.

Asimismo consideramos de interés citar la definición de contrato atípico establecida por el Lic. Manuel Ossorio en su Diccionario de Ciencias Jurídicas:

“Contrato atípico: Es aquel que al cual la Ley no designa con denominación especial ni es objeto de una reglamentación que lo individualice y distinga de los demás, contrariamente a lo que sucede con el contrato típico”.

### **TEORIA GENERAL DEL “CONTRATO DE UNDERWRITING”**

Para analizar la teoría general que rodea al “contrato de Underwriting”, (definición que como ya veremos no tiene traducción exacta al Idioma español), procederemos a configurar una conceptualización global del convenio, pasando luego a analizar sus elementos, su forma de ejecución y las responsabilidades sobrevinientes para las partes.

El Sistema Financiero se define como un “Conjunto de Instituciones que generan, recogen, administran y dirigen tanto el ahorro como la inversión, dentro de una unidad económica política, y cuyo establecimiento se rige por la legislación

que regula las transacciones de activos financieros, por los mecanismos e instrumentos que permiten las transferencias de esos activos, entre ahorrantes e inversionistas, o de los usuarios de crédito.<sup>2</sup>

De lo anterior se deduce que una de las funciones primordiales del sistema financiero es la propia intermediación de ese campo, mediante el cual los sujetos superavitarios se contactan con los deficitarios, a través de la canalización de los recursos tranzados, entre los primeros (ahorrantes) y los segundos (inversionistas). Esta intermediación en el “contrato de underwriting” se va a caracterizar por ser tratada con valores.

El mercado financiero está compuesto por dos sectores: el Mercado de Dinero y el Mercado de Capitales. El primero, también llamado “Monetario” comprende la intermediación financiera, que utiliza como medios de pago el dinero y los instrumentos a corto plazo. Por otro lado, el Mercado de Capitales, abarca transacciones a largo plazo, generalmente financiadas a través de créditos por medio de la colocación de títulos ó acciones.

Al primero fluyen las disponibilidades transitorias en el poder de la comunidad que se canalizan a través de instituciones específicas que actúan en

---

<sup>2</sup> WILLIAM HAYDEN QUINTERO. ¿Qué es y qué hace la Bolsa Nacional de Valores?, San José, Bolsa Nacional de Valores, 1982, pág. 2.

dicho mercado, en especial, los Bancos Comerciales. En cuanto al segundo sector, tenemos que “un sector importante del mercado de capitales lo constituye el mercado de valores, en el cual la intermediación entre la oferta y la demanda se opera mediante el tráfico de títulos valores.”<sup>3</sup>

Por su parte tenemos que el mercado de valores se va a subcomponer de un mercado primario y un mercado secundario. En el primero, “se van a dar las transacciones sobre títulos valores emitidos recientemente; en el secundario por su parte se realizarán aquellas sobre títulos que ya están en circulación. Mientras que en el mercado primario, el objeto primordial es la captación de recursos por parte de las empresas, a los fines de su capitalización, en el secundario, se van a transferir activos ya existentes.”<sup>4</sup>

Tendremos así entonces que en el mercado primario se dan las colocaciones en primer momento, de las emisiones hechas por empresas que acudan a este, generalmente en busca de financiamiento, para inversiones iniciales, o para completar aquellas pre-existentes.

---

<sup>3</sup> EDUARDO BONEO VILLEGAS y EDUARDO BARREIRA DELFINO. Contratos Bancarios Modernos. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, Argentina. Pág. 218 y ss

<sup>4</sup> BONEO Y BARREIRA, Op. Cit., pág. 222



Tales colocaciones se pueden realizar, tanto en oferta pública como en oferta privada, este es el caso del “underwriting.”

En el mercado secundario por el contrario, se realizan transacciones como ya antes lo indicamos sobre títulos ya emitidos y no sobre la emisión en sí. La persona que acuda a este mercado, más que un financiamiento busca darle liquidez a sus títulos.

Una vez analizados el mercado primario y el mercado secundario, en conforme a las características que asisten al “contrato de underwriting”, (mismas que adelante se analizaran más a fondo) se le ubica dentro del sector del sistema financiero idóneo, este se desarrolla en un mercado primario.

### **GENERALIDADES CON RELACION AL “CONTRATO DE UNDERWRITING”**

A continuación, pasaremos a analizar e identificar la figura del “underwriting”: su conceptualización, su naturaleza jurídica, características, partes, objeto, tipos, y el procedimiento a fin de realizar el contrato. Asimismo, analizaremos la responsabilidad generada para cada una de las partes desde el momento de realización del convenio.

## a.- CONCEPTO

En la actualidad no ha sido posible establecer un término o concepto unívoco que logre adecuadamente traducir el significado del “underwriting” al idioma español. No obstante, la traducción que nos brinda el diccionario es la siguiente: es “underwrite es asegurar, reasegurar, suscribir, firmar”.<sup>5</sup> En nuestro país se le conoce también como contrato de “suscripción de emisiones”.

Existe pues una gama de conceptos y definiciones que tratan de interpretar o darle significado al vocablo. La doctrina y la legislación de cada país en que se utiliza el “underwriting” se han encargado de esbozar algunas definiciones:

Autores como Eduardo Barreira D. y Eduardo Boneo V., lo definen como: “un procedimiento que bajo las diversas modalidades permite que una entidad que actúa en el mercado de capitales anticipe a un emisor de títulos valores el producto de su futura colocación entre el público”.<sup>6</sup>

Otros como Carlos G. Villegas, señala que el “underwriting”, “Es el contrato celebrado entre un banco y una sociedad por acciones, por medio del cual el

---

<sup>5</sup> ENRIQUE ALCARAZ VARO y BRIAN HUGHES. Diccionario de Términos Jurídicos. Inglés-Español. Segunda Edición, Editorial Ariel, S.A., Barcelona, 1994, p.311

<sup>6</sup> EDUARDO A. BARREIRA DELFINO y EDUARDO J. BONEO VILLEGAS, Contratos Bancarios Modernos, Buenos Aires, Editorial Abeledo Perrot, 1994, p. 227.

primero se obliga a prefinanciar, en firme o no, acciones, debentures u otras obligaciones emitidas por la sociedad para su posterior colocación.”<sup>7</sup>

Por su parte, Arrubla Paucar, hace una critica de la anterior definición al considerar que es restrictiva en cuanto a las partes que pueden participar en el contrato, y propone la definición que transcribimos:

“(…) es el celebrado entre una entidad financiera con una sociedad comercial, por medio del cual la primera se obliga a prefinanciar, en firme o no, títulos valores emitidos por la segunda, para su posterior colocación entre el público; admitiendo también la modalidad en la cual no asume el prefinanciamiento, sino que, pone su mejor esfuerzo para lograr colocar los valores”<sup>8</sup>

Asimismo en el diccionario Dictionary of Finance and Investment Terms, se establece que el “underwriting” es conocido por el sistema Norteamericano, como aquel negocio en virtud del cual se asume el riesgo de comprar, en mercado primario, Títulos o Valores, de Corporaciones Privadas o Entidades Públicas, con el afán de revenderlos directamente entre el público inversionista, sea en forma directa o a través de los “*Dealers*”, obteniendo el beneficio de la diferencia del precio resultante de la compra del emisor y la venta del inversionista, diferencia conocida como “underwriting spread”.<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> CARLOS GILBERTO VILLEGAS, Compendio Jurídico, Técnico y Práctico de la Actividad Bancaria, Editorial Depalma, Buenos Aires, 1986, p. 689.

<sup>8</sup> JAIME A. ARRUBLA PAUCAR, citado por ALFARO MAYKALL (Milena) y BONILLA QUESADA (Arnaldo), 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 para optar al grado de licenciados en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1993, p. 120, poligrafiadas.

<sup>9</sup> JOHN DOWNES y ELLIOT JORDAN GOODMAN, Dictionary of Finance and Investment Terms, London, New York, Barron’s, Financial Guides. p.51

La Superintendencia de Valores de Colombia, señala “La operación del “Underwriting” consiste en la adquisición de valores por parte de un intermediario con el propósito de venderlos o colocarlos posteriormente entre el público a cambio de una comisión o utilidad recibida por la ejecución de esta operación, dependiendo de la modalidad adoptada para la colocación”<sup>10</sup>

“El underwriting” es un contrato celebrado entre una entidad financiera y una entidad emisora de valores mobiliarios, por medio de la cual la primera asume la obligación de prefinanciarle a la segunda- con garantía o sin ella- una emisión de títulos.<sup>11</sup>

A nivel de otras legislaciones, por medio de la Internet, es posible ubicar definiciones varias del presente contrato, entre las cuales se encuentran:

“El contrato de underwriting es aquel contrato mediante el cual una casa de valores sea individualmente o formando parte de un consorcio, se compromete a realizar la primera colocación, en el mercado de un paquete de valores.”<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> ANDRÉS URIBE ARANGO. Revista “Doctrinas y Conceptos”. Superintendencia de Valores, República de Colombia, Santa Fé de Bogotá, 1995, p. 446

<sup>11</sup> Folleto “El ABC de Bolsa”. BN Valores, Puesto de Bolsa, S.A., p.8

<sup>12</sup> [www.ccbvq.com/bolsa/html/centroinfo/tripticos/underwrite.html](http://www.ccbvq.com/bolsa/html/centroinfo/tripticos/underwrite.html)

“El underwriting conocido también como suscripción temporal, es una práctica de origen anglosajón, el cual permite a los bancos de inversión, conseguir fondos a empresas, mediante la colocación de acciones o títulos de deuda, (tales como bonos), realizar inversiones en valores mobiliarios, prefinanciar emisiones y a la vez colocarlas.”<sup>13</sup>

“El underwriting es un contrato celebrado entre una entidad de intermediación financiera (underwriter) y una sociedad anónima, por el cual la primera se obliga a prefinanciar la emisión de acciones u obligaciones negociables, a cambio de una determinada remuneración. El underwriting es un contrato consensual, innominado, bilateral y oneroso, y su naturaleza dependerá según sea firme o no.”<sup>14</sup>

De los anteriores conceptos podemos ver que la mayoría de los autores definen el contrato de “underwriting” atendiendo a alguna de las distintas modalidades del mismo. Estas se verán más adelante. Otras definiciones dejan de lado el precio que paga la empresa emisora a la entidad financiera a cambio de la actividad realizada por ésta, no obstante, es un punto importante que debe tenerse en cuenta.

Resulta evidente, que si bien los intentos por conceptualizar el concepto de “underwriting” no son tan precisos y exactos como desearíamos, las diversas definiciones citadas han ido delineando elementos característicos de la figura de los cuales podemos extraer:

- La posibilidad de financiamiento por parte de la entidad financiera.

---

<sup>13</sup> [www.uaca.ac.cr/acta/1998nov/hfonseca.htm1](http://www.uaca.ac.cr/acta/1998nov/hfonseca.htm1)

<sup>14</sup> [www.derechocomercial.edu.uy/respcontundrw01.htm](http://www.derechocomercial.edu.uy/respcontundrw01.htm)

- La finalidad perseguida es la colocación de los títulos prefinanciados por parte de la entidad financiera lo más rápido posible y en las condiciones más ventajosas, todo en función de la operación de “underwriting” concertada.

Resumiendo, los elementos esenciales del contrato en estudio son: “la prefinanciación y la posterior colocación de los títulos prefinanciados transmitiendo la titularidad de los mismos a otros inversionistas.”

Resulta necesario señalar que la operación de “underwriting” no se limita exclusivamente al prefinanciamiento, sino que también involucra todo un sistema de asesoría, estudios e indicaciones a la empresa emisora. Debido a que como la entidad de financiamiento es la conocedora del mercado, ésta será entonces la más apta para decidir los puntos claves de la emisión y su venta, con la intención de finiquitar satisfactoria y eficientemente el acuerdo celebrado.

Por otro lado, con respecto a las modalidades del contrato de “underwriting” (las cuales veremos más adelante), estas varían de una u otra manera los efectos que se van a producir como consecuencia de la realización del contrato.

## b. NATURALEZA JURÍDICA

El contrato de “underwriting” es un contrato atípico, el cual deducimos se encuentra dentro de los llamados contratos modernos de la economía. No obstante, en vista de sus variantes y modalidades, existen autores que sostienen que su naturaleza es la de prefinanciamiento, ya que el emisor busca liquidez inmediata a travez de la entrega de los títulos o acciones por parte del "underwriter" y además comparte funciones con otros contratos. Con respecto a lo acotado, tenemos que:

Con la compraventa tiene semejanza en cuanto a que el underwriter toma la totalidad de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo, actuando como comerciante, colocando su capital en existencias que tienen que ser revendidas antes de comprar valores adicionales; compra valores para vender, no para invertir.<sup>15</sup>

La naturaleza jurídica de la operación será propia de la fundación de una sociedad, mediante la correspondiente suscripción si se trata de la adquisición de acciones de sociedades de capital o cuotas de sociedades de responsabilidad limitada. Esto en la modalidad en “Firme”. En cambio, cuando no es en “Firme”, la entidad no asume riesgos y si bien puede adelantar los recursos, equivalentes a la totalidad o parte de la emisión, lo hará a título de préstamo. Asumiendo a su vez la obligación de procurar la colocación de los títulos, quedando diferenciados así dos

---

<sup>15</sup> JORGE TOBOADA G., CARLOS GÓMEZ A.. y ENRIQUE LLANO, Funciones Económicas y Financieras del mecanismo de Underwriting, Revista de Derecho Privado, Colombia, Pág. 56

contratos jurídicos de diferente naturaleza. Estos serían un contrato de préstamo comercial y uno de mandato en modalidad representativa o no representativa.

Asimismo, en aquellos casos en que el “underwriter” asume una garantía, se puede estar en presencia de un contrato de garantía o bien en el caso de que el “underwriter” solo se comprometa a facilitar la colocación de los valores acercando al emisor con los inversionistas, se puede estar ante un contrato similar al de corretaje.

Cabe recalcar que el contrato de “underwriting” no podrá confundirse nunca con acto de intermediación financiera;<sup>16</sup> puesto que el “underwriter”, más que un intermediario financiero es un intermediario de valores, el cual lucra interponiéndose en la circulación de esos bienes mobiliarios, a fin de facilitar su distribución entre los verdaderos inversionistas. A pesar de los posibles hechos fácticos antes mencionados, el contrato de “underwriting” no se agota ni se circunscribe al prefinanciamiento, sino que involucra una serie de asesoramientos, estudios y consejos por parte del “underwriter”, como conjunto de obligaciones que convergen de modo independiente, hacia un mismo objetivo de resultado, consistente en arribar al éxito esperado del negocio celebrado.

---

<sup>16</sup> Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica Ley Nª1552, art. 124, Ley Reguladora de Empresas Financieras No-Bancarias art. 2.



### c. CARÁCTERÍSTICAS

Para Eduardo Boneo V. y Eduardo Barreira D., toda caracterización de un contrato debe hacerse desde el punto de vista de su estructura y función es la única forma en que puede ser apreciado en toda su dimensión ontológica – jurídica. Esto por el hecho de el resultado bueno o malo de la ejecución del mismo va a depender de los caracteres que el contrato incluya y las modalidades que este permita.<sup>17</sup>

La estructura del “underwriting” deriva de:

- Su naturaleza.
- Su composición.
- Contenido.
- Las prestaciones asumidas y;
- La forma con que logra el cumplimiento de éstas.

La función que cumple este contrato consiste en el asesoramiento técnico y la prefinanciación al servicio de las empresas emisoras. Todo con el fin de

---

<sup>17</sup> Ver BARREIRA DELFINO y otro op cit., p.56.

facilitarles los recursos provenientes del mercado de capitales.

## 1- Caracteres Estructurales del contrato.

### 1.1- Consensual

El contrato de “underwriting” se perfecciona por el solo consentimiento de las partes según lo establece el artículo 1009 del Código Civil<sup>18</sup>, sin necesidad de ninguna forma especial para la celebración del contrato. A partir del acuerdo entre las partes, el contrato empieza a surtir sus efectos. Por ende se sobreentiende que es necesaria tanto para su creación como ejecución la existencia del “acuerdo de voluntades” de las partes contratantes.

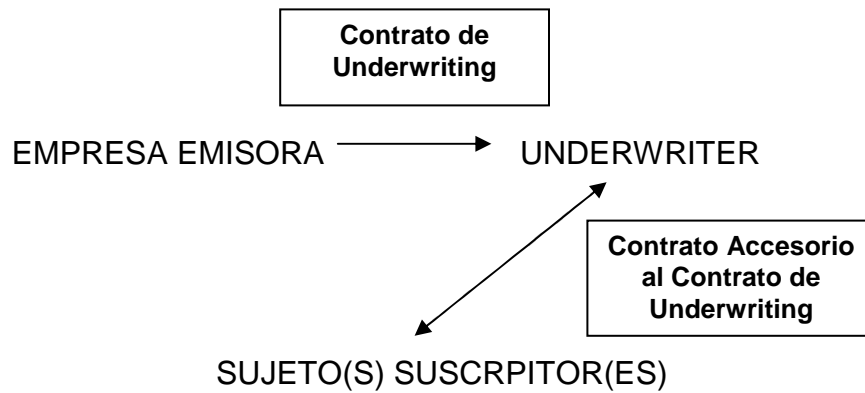
### 1.2- Trilateral

El contrato de “underwriting” es trilateral puesto que las partes, tanto la sociedad emisora, la entidad de financiamiento y los suscriptores se obligan recíprocamente a realizar cada una de ellas su parte proporcional en el contrato. Esto lo convierte en un contrato trilateral y sinalagmático. Asimismo señalamos que generalmente está conformado por tres partes: empresa emisora, “underwriter” y suscriptor(es). Sin embargo, esta última parte es necesaria para el contrato a partir de la colocación de las emisiones en el mercado, aunque el mismo haya sido iniciado desde el momento en que la empresa y el “underwriter” llegan al acuerdo de

---

<sup>18</sup> ARTÍCULO 1009, CÓDIGO CIVIL: Desde que la estipulación se acepta, queda perfecto el contrato, salvo los casos en que la ley exija alguna otra formalidad.

voluntades. Además si profundizamos un poco más podemos observar el desarrollo del contrato de “underwriting” expresado de la siguiente manera



### 1.3- Oneroso

El contrato de “underwriting” es oneroso por cuanto contiene provechos y gravámenes recíprocos para ambas partes. Es decir, el contrato genera una utilidad monetaria para las partes que interactúan en él.

### 1.4- Atípico

El contrato de “underwriting” es un contrato atípico en virtud de la ausencia de una legislación al respecto en nuestro país lo cual quiere decir que no goza de una regulación expresa, más aún, ni siquiera hay un término exacto que lo traduzca al castellano.

A pesar de que este contrato es atípico, en la actualidad podríamos afirmar con certeza que es socialmente típico, puesto que es reconocido por la sociedad como un contrato más de realización factible, que tiene características propias.

Según Farina, el concepto de contrato innominado tiene su origen en el Derecho Romano, luego de una lenta y penosa elaboración, (pues en un principio solo el contrato nominado creaba una obligación). Durante mucho tiempo, cuando una parte ejecutaba voluntariamente una convención sinalagmática no regulada por la Ley, solo podía reclamar una indemnización ante el incumplimiento de la otra parte, pero sin tener acción alguna para lograr la contraprestación que le era debida, pues esto significaría darle carácter obligatorio al acuerdo.

#### 1.5- Informal

Es informal pues no hay exigencia legal para que sea celebrado bajo alguna forma especial. Sin embargo, es corriente su instrumentación por escrito, para darle mayor certeza y seguridad jurídica. Asimismo, en la práctica bancaria internacional es necesario que el contrato sea escrito, estipulándose en éste todos los derechos y obligaciones recíprocas de la partes.

#### 1.6- Conmutativo y aleatorio

Para Carlos Alberto Ghersi el contrato de “underwriting” supone dos características más: la conmutativa y la aleatoria. Es conmutativo cuando las partes pueden apreciar las ventajas que les produce el contrato desde la celebración misma en tanto se haya pactado el pago de una comisión. Pero si el pago de la entidad de financiamiento consiste en la diferencia de precio en que

esta compre los títulos a la empresa emisora, y aquel en que logre venderlos, será conmutativo para la empresa emisora y aleatorio para la entidad financiera, cuyas pérdidas o ganancias dependen de la circunstancia mencionada.<sup>19</sup>

## 2) Caracteres Funcionales

### 2.1- Financiero

El “underwriting” es un contrato que pertenece al mercado financiero, ya que tiene por objeto la transacción de títulos valores. Es considerado además como una técnica bancaria que consiste en la pre-financiación que obtiene una parte de la otra, la cual se desarrolla dentro del mercado de capitales.

### 2.2- Canalizador de recursos

Por medio del “underwriting”, se da una canalización de recursos en donde se posibilita la transferencia de los mismos, de los oferentes (unidades superavitarias) hacia los demandantes (unidades deficitarias) de fondos, con el objetivo de capitalizar, desarrollar y expandir las empresas.

### 2.3- De servicios

De lo expuesto, el intermediario financiero es aquel que presta los servicios de asesoramiento,<sup>20</sup> los cuales son esenciales para la realización del contrato,

---

<sup>19</sup> CARLOS ALBERTO GHERSI, Contratos Civiles y Comerciales, Tomo 2, Buenos Aires, Editorial Astrea, 2da edición, 1992, p. 375

pues del resultado de los mismos, se establece la posibilidad de la colocación de los títulos. Todo esto sin perjuicio del financiamiento que constituye su elemento esencial.

Entre estos servicios podríamos indicar:

2.3.1- Asesoría: Los “Underwriter”, actúan como asesores de las empresas que emiten valores mobiliarios. Una sociedad que decide obtener capital a través de la venta de valores, consultará antes al “Underwriter”, el cual conoce cuales son las condiciones del mercado de Capitales, hallándose este en condiciones de recomendar el tipo de valores que sean más atractivos para los posibles suscriptores, tales como la fecha de emisión, el precio (al cual será colocado) y otros aspectos para obtener como resultado la venta exitosa.

2.3.2- Seguro: Función fundamental del “Underwriter”, es la de asumir los

---

<sup>20</sup> Los servicios de asesoría comprenden estudios contables, análisis de la situación actual de la empresa y sobre la etapa previa al lanzamiento de la emisión de los títulos, exámenes de los inventarios, factibilidad de la colocación, estrategia de mercadeo, viabilidad del proyecto, etc.

riesgos de las fluctuaciones adversas en el precio durante el periodo en que la nueva emisión de valores se distribuye. La empresa emisora recibe dinero del “Underwriter” antes de que este haya vendido las acciones. Entre la fecha que el “Underwriter” paga a la empresa y la fecha en que se vende las acciones, el “Underwriter” asume todos los riesgos del precio de las acciones en el mercado.

2.3.3- Protección: Es importante destacar que no se debe confundir el mercado secundario de los puestos de Bolsa, con el mercado secundario del “Underwriter”, ya que los primeros actúan con el simple propósito de obtener comisiones directas, y en el segundo caso, este se establece para asistir al departamento de ventas en la distribución de nuevas emisiones, de esta forma se mantiene la estabilidad del precio de los valores, hasta que la emisión haya sido vendida.

“Con el objeto de obtener una estabilización de las fluctuaciones excesivas en los precios de los títulos que distribuye el underwriter, este forma un mercado secundario, de estos valores, en donde encuentre opción los inversionistas que deseen vender nuevamente, sosteniendo así los precios de oferta y demanda de cada emisión.”<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> COMISION NACIONAL DE VALORES, Condiciones para calificar como Sociedad Abierta, Colombia, Boletín, año 4, Volúmen 4, Número 4, 1986 pág. 57

## ELEMENTOS SUBJETIVOS DEL CONTRATO

### PARTES INTERVINIENTES

En el contrato de “underwriting” intervienen los siguientes participantes:

a) Entidad emisora, emisor o entidad encargante

Con relación al emisor es importante indicar que prácticamente no se requiere condición especial alguna para suscribir un contrato de este tipo. A excepción de que se debe de estar facultado para emitir y ofrecer al público títulos valores.<sup>22</sup>

En virtud de lo expuesto, tendríamos que, dentro de nuestro ordenamiento solamente las llamadas “Sociedades de Capital” podrán emitir títulos valores de estas características. Estas serían las Sociedades Anónimas y con ciertos condicionamientos, las sociedades de Responsabilidad Limitada.<sup>23</sup>

Estas últimas se encuentran reguladas en los artículos 75 y siguientes de nuestro Código de Comercio. En ellas el capital social va a estar representado por

---

<sup>22</sup> Claro, al no existir regulación expresa en nuestro país, tendremos que remitirnos a los lineamientos generalísimos que sobre títulos valores y acciones contiene nuestro Código de Comercio, y demás leyes aplicables, como por ejemplo la Ley Reguladora del Mercado de Valores

<sup>23</sup> Las sociedades mercantiles en nuestro país pueden ser de dos categorías, de personas y de capital. En las primeras la existencia de la sociedad dependerá de las características subjetivas del socio, mientras que en las segundas lo que importa es el porte que el socio realice a la empresa, y no a las condiciones de esta. Así tenemos que dentro de las sociedades de personas hay dos tipos: la sociedad encomandita y la sociedad en nombre colectivo, y en relación a las sociedades de capital existe una claramente definida, la cual va a ser la sociedad anónima. En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, se presenta una especie de fusión de ambas categorías societarias, sin embargo prevalece el capital sobre las personas, por lo que la incluiremos en la segunda clasificación.



cuotas nominativas no transmisibles por endoso y susceptibles de representación mediante certificados.

Las sociedades de responsabilidad limitada pueden aumentar su capital si cumplen con los requisitos que la Ley establece, pero dicho incremento no puede hacerse por suscripción pública, (art. 79 a 81 del Código de Comercio). El aumento de capital puede ser suscrito por personas ajenas a la sociedad en el caso de que los socios no lo hagan. Sin embargo, el tercero deberá llenar los requisitos establecidos por el estatuto para obtener el estatus de socio. De conformidad con lo anterior, para efectos de nuestra investigación, la sociedad de responsabilidad limitada no es el emisor idóneo para una operación de “underwriting”, debido a la limitada circulación que tiene sus cuotas de participación al no ser transferibles por endoso. Por ello habría que recurrir a la figura de la cesión para obtener el cambio en la titularidad de estas. Aunado a lo anterior, es importante indicar que al no ser cualquier sujeto el que pueda llegar a formar parte de este contrato, el ámbito de acción de estas sociedades se reduce aún más.

Así las cosas, concluimos que la utilización del “underwriting” por una sociedad de responsabilidad limitada es difícil, pero no imposible, por lo que consideramos que estas deberían acudir a otros mecanismos que se adecuen mejor a sus posibilidades y necesidades.

Por otra parte, en cuanto a las sociedades anónimas<sup>24</sup> sabemos que ninguno de los obstáculos citados existe. La doctrina mexicana define la sociedad anónima como “una sociedad mercantil, destructora colectiva capitalista, con denominación de capital fundamental, dividido en acciones, cuyos socios tendrán sus responsabilidad limitada al importe de sus aportaciones.”<sup>25</sup>

Tal y como lo indica la definición expuesta, su capital social esta representado por acciones, de una o más clases (art. 121 Código de Comercio): nominativas, transmisibles por endoso y susceptibles de reunión en certificados provisionales o definitivos.

Por otra parte y para adquirir el status de socio de una sociedad anónima basta con poseer la titularidad de la o las acciones sin que se requiera ninguna condición subjetiva específica. En resumen las sociedades anónimas como emisor de una operación de “underwriting”, cuenta con todas las facilidades para llevarla a cabo, puesto que tendrán la posibilidad de emitir tanto acciones como obligaciones, títulos que por su naturaleza son de fácil y rápida circulación.

Una vez determinadas las sociedades mercantiles para las cuales es

---

<sup>24</sup> CODIGO DE COMERCIO, Investigaciones Jurídicas, San José Costa Rica, art.102 y siguientes

<sup>25</sup> JOAQUIN RODRIGUEZ RODRIGUEZ, Tratados de las Sociedades Mercantiles, México, Volúmen 1, Editorial Porrúa, 1981, pág 231.

factible la ejecución del “contrato de underwriting”, podemos pasar a analizar la figura en sí misma para lo cual podemos señalar:

Empresa Encargante o Emisora: Es aquella que necesita los recursos de largo plazo para financiar su proyecto de inversión. Se trata de una empresa pública o privada con necesidad de financiamiento o capital. Para obtenerlo emite títulos valores con el fin de que estos sean colocados en el mercado mediante un mecanismo que le asegure en forma oportuna el acceso a los recursos. Normalmente la entidad emisora no es especialista en la colocación de valores entre el público, por lo que utiliza los servicios de un “underwriter”. “El Underwriting” es un contrato típico del mercado de capitales, por cuanto pueden participar en él solamente aquellas entidades autorizadas a emitir títulos en masa, sean aquellas que tengan las mismas características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase, que sean ofrecidos siempre en forma genérica y que se individualicen en el momento del contrato.<sup>26</sup>

La Sociedad Anónima es el modelo como encargante del “Contrato de Underwriting” ya que posee amplias posibilidades de emitir Títulos Negociables en

---

<sup>26</sup> CARLOS BOLLINI SHAW Y EDUARDO J. BONEO VILLEGAS, Manual para Operaciones Bancarias y Financieras, Buenos Aires, Abeledo Perrot, Tercera Edición Actualizada, 1979 pág.389

el Mercado de Capitales, sean Acciones u Obligaciones.<sup>27</sup>

b) “Underwriter” o intermediario:

Se conoce también con la denominación inglesa “lead manager” o “manager underwriter”. Es el intermediario financiero que se compromete a adquirir y colocar la emisión en todo o en parte, o simplemente procurar su colocación en el mercado. Cuenta con un grupo de profesionales y expertos quienes realizan la investigación de la empresa emisora. Por su experiencia y conocimiento, pueden colocar los títulos valores a un costo más bajo del que le resultaría a la empresa emisora. En los Estados Unidos,<sup>28</sup> encontramos que existen Bancos los cuales tienen negocios a los que se dedica especialmente, es por esto que “los underwriters” son bancos de inversión o agentes de valores. En otros países como Alemania Federal, Francia y Holanda, los bancos comerciales también pueden actuar como underwriters.

---

<sup>27</sup> LEY REGULADORA DEL MERCADO DE VALORES Y REFORMAS AL CODIGO DE COMERCIO, art 151 y siguientes) u Obligaciones Convertibles en Acciones. CODIGO DE COMERCIO, art.102, 159 siguientes y concordantes.

<sup>28</sup> “En Estados Unidos, por la Glass Steagall Act. 1933, se estableció debido a la depresión que los bancos comerciales recibirán depósitos, se garantizaba por cierta suma a los depositantes, por Federal Deposita Insurance Corporation, y estos a su vez prestaban a los clientes el dinero recibido, ya sea por medio de préstamos, aperturas de créditos, cartas, documentos, avales, préstamos de deuda externa a diversos países, entre ellos a los de América Latina. Los Bancos de Inversión son aquellos que efectuaban Underwritings y negociaban con acciones, bonos, deventures, o papeles del tesoro.”. BONEO VILLEGAS Y BONILLI SHAW, Manual de Operaciones Bancarias y Financieras, Buenos Aires, Argentina, 3ª Edición, Abeledo Perrot, 1990, pág. 130 y ss.

En nuestro país, pueden ser underwriters, las empresas comerciales de carácter privado, los bancos estatales, los bancos privados y los puestos de bolsa ([art. 56 inciso c] de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, Ley N° 7732).

Asimismo, el artículo 116 inciso segundo de la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional, nos dice que los Bancos pueden actuar como agentes financieros. Lo cual nos da la posibilidad de afirmar que estas instituciones pueden actuar como “underwriters”. Sin embargo, el artículo 73 inciso c) prohíbe expresamente a los Bancos su participación Directa o Indirectamente en empresas agrícolas, industriales, comerciales o de cualquier otra índole si tenemos que “Participación Directa” se refiere a la porción que pudieren tener las instituciones Bancarias dentro del Capital Social de los tipos de empresas antes mencionadas. Como conclusión a ello, se restringen las posibilidades de los Bancos de suscribir Títulos accionarios u otros de participación de empresa alguna, salvo en los casos expresamente autorizados por la Ley.<sup>29</sup>

La duda surge con relación a la “Participación Indirecta”, ya que algunos podrían pensar que se trata de inversión o suscripción de otros Títulos no accionarios, o de participación, obligaciones por ejemplo, que de ese modo el Banco participaría como acreedor de la Empresa, lo cual sería una participación Indirecta en el Contrato. Este argumento no es sostenible, por cuanto existen

---

<sup>29</sup> LEY ORGANICA DEL SISTEMA BANCARIO NACIONAL, art.73 inciso 3

disposiciones legales que expresamente autorizan a los Bancos a comprar vender y mantener en Inversión Títulos Mobiliarios.<sup>30</sup> Nuestra conclusión es que en el “Contrato de Underwriting”, existe una participación empresarial indirecta por parte de los Bancos, cuando una de las empresas en las cuales están expresamente autorizados a participar directamente, decide participar directamente (ya sea como suscriptor de títulos de participación, por ejemplo) en otras empresas, personas físicas o jurídicas.

c) Suscriptores o inversionistas:

Coincidimos con algunos sectores cualitativos de la doctrina, que los suscriptores no son parte del “contrato de underwriting.” No obstante, por ser parte en la operación financiera se hace alusión a los mismos.

Los suscriptores son las personas físicas o jurídicas que adquieren los títulos valores ofrecidos por el “underwriter”. Pueden ser empresas del sector público o privado, personas físicas e inclusive el mismo “underwriter”, en el caso de que opere bajo la modalidad de “en firme” y no haya podido vender la totalidad de la emisión. En este caso los títulos los tendría temporalmente, mientras los logra colocar en el mercado. Los suscriptores como hemos mencionado, son los adquirentes de los bonos o acciones ofrecidas como resultados del contrato y

---

<sup>30</sup> LEY ORGANICA DEL SISTEMA BANCARIO NACIONAL, art. 61 inciso 7, Además se indica que podrán “...realizar operaciones de crédito que fueren compatibles con la naturaleza de los Bancos Comerciales y que no estén expresamente prohibidas por las Leyes.”

pueden ser cualquier persona física o jurídica. Sin embargo es importante hacer referencia a los inversionistas institucionales, los cuales son aquellas personas que por su objeto o disposición legal deben invertir en acciones o bonos de empresas estatales o privadas, dentro de los cuales podemos observar o podrían estar:

1. Corporaciones Financieras: Además de Intermediarias, pueden ser suscriptoras pues están autorizadas para invertir en acciones de sociedades manufactureras, agropecuarias o mineras, de sociedades leasing y de sociedades que fomenten la industria turística.

2. Compañías de Seguros Generales de Vida: Pueden invertir en acciones y bonos de sociedades anónimas, en bonos agrarios e industriales, en acciones de corporaciones de ahorro y vivienda, y en valores de renta fija, emitidos por entidades de Derecho Público, y establecimientos de crédito.

3. Sociedades de Capitalización: Podrán Invertir en acciones y bonos de Sociedades Anónimas, en Bonos Agrarios e Industriales y en Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

4. Fondos Mutuos de Inversión: Pueden Invertir en acciones de Sociedades Anónimas o en Títulos Financieros Agroindustriales.

## **ELEMENTOS OBJETIVOS DEL “CONTRATO DE UNDERWRITING”**

### **d. OBJETO DEL CONTRATO**

El objeto del “contrato de Underwriting” está constituido por los títulos del emisor, prefinanciados por el “underwriter”; mismos que este colocará. Sin embargo, no todos los títulos pueden ser objeto de la operación. Al igual que el “underwriter” debe revestir ciertas características para que pueda ejecutarse el contrato válidamente.

En este sentido, deben ser no solamente títulos valores, sino también valores mobiliarios. Dentro de esta categoría, cuya relación en el género y especie resultan ser las acciones y las obligaciones los instrumentos más utilizados para llevar a cabo “underwriting”, ocupando en ese mismo sentido un tercer lugar los títulos de naturaleza pública, o sea, los emitidos por el Estado.

De conformidad con lo anterior, el objeto del contrato, va a ser los valores mobiliarios y específicamente los títulos accionarios de deuda y públicos. Definido nuestro ámbito de acción se procederá a desarrollarlo.

e- Instrumentos Financieros que pueden ser objeto de “Underwriting”



Los títulos que pueden ser objeto de este contrato son “aquellos títulos valores privados emitidos en serie, en masa, que tengan las mismas características, y otorguen los mismos derechos dentro de su clase, y que sean ofrecidos en forma genérica, individualizándose su titular recién en el momento de suscribirse el contrato adquisitivo de los títulos colocados.”<sup>31</sup>

Además de la emisión en masa de títulos privados, debe incluirse la de los títulos públicos que reúnen las características citadas.<sup>32</sup>

Fuera de lo anterior quien adquiera valores moviliarios no puede discutir las características que lo revisten ni las condiciones que tiene incorporadas, por lo que debe de tomarlo o dejarlo. Dándose en el primero de los casos, una adhesión del tomador a lo que el título establece.

### **MODALIDADES DEL “CONTRATO DE UNDERWRITING”**

El contrato de “underwriting” puede llevarse a cabo en diferentes modalidades:

---

<sup>31</sup> EDUARDO BONEO VILLEGAS Y EDUARDO BARREIRA DELFINO, Contratos Bancarios Modernos. Abeledo – Perrot, Buenos Aires, Argentina, pág 218 y ss.

<sup>32</sup> Al respecto BONEO VILLEGAS Y BARREIRA DELFINO, Op. Cit., pág 246

### **1. “Underwriting” en Firme:**

También se le conoce como colocación en firme o suscripción en firme, y en Estados Unidos se le conoce como “firm commitment”. Es aquella operación en la cual el “underwriter” adquiere la totalidad o parte de una emisión de títulos valores emitidos, con el propósito de colocarlos entre el público inversionista, al precio que se pactó en el contrato y durante el plazo determinado.

En esta modalidad el “underwriter” asume el riesgo de la colocación y por ello debe tener capacidad económico - financiera, no sólo en términos de disponibilidad inmediata de recursos en el momento de la suscripción, sino principalmente para soportar el riesgo de tener que guardar la emisión durante un cierto lapso, cuando las condiciones del mercado no permitan su colocación inmediata.<sup>33</sup>

En este caso, nos encontraremos ante una típica pre-financiación a la que la práctica bancaria le ha otorgado dos variantes:

1.1- La Adquisición en Firme de toda una emisión de títulos valores.

---

<sup>33</sup> Ver ANDRÉS URIBE ARANGO, op. Cit. 450.

1.2- La adquisición también en firme de los títulos que a un determinado plazo no han sido colocados directamente por la sociedad emisora.

## **2. “Underwriting” de garantía:**

Es aquella en la cual el intermediario o “underwriter” garantiza al ente emisor, la colocación de los títulos valores emitidos dentro de un plazo determinado al efecto, con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo. La prefinanciación no se realiza hasta el vencimiento del plazo establecido. En este caso, al igual que en el anterior, el riesgo no lo asume la empresa emisora, radicando la diferencia en el hecho de que los fondos son entregados a la emisora al concluir el plazo establecido en el contrato.

Este caso se presenta, cuando la empresa emisora, después de definir el monto del aumento de capital y la emisión de acciones o títulos requeridos, quiere asegurarse la suscripción total de la emisión, para lo cual establece un contrato con la entidad financiera, en el cual se estipula la obligación del “underwriter”, de comprar los títulos o acciones remanentes una vez vencido el plazo estipulado por las partes en el convenio que dio origen al contrato. Este tipo de “underwriting” es de gran beneficio para la empresa emisora, puesto que se garantiza el prefinanciamiento y la colocación de los títulos a como dé lugar; ya sea por medio de los suscriptores, o por parte del “underwriter.”

### **3. “Underwriting” de mejor esfuerzo:**

Se le conoce también como colocación con base en mayores esfuerzos, o en la doctrina norteamericana como “underwriting based in best efforts.” Es aquella a través de la cual el “underwriter” se compromete a realizar sus mejores esfuerzos procurando colocar el mayor número de títulos valores posibles en el público inversionista a un precio fijo y dentro de un plazo determinado, cancelando al emisor el producto de la operación en los términos y la proporción acordados. En esta modalidad, el intermediario no asume ningún riesgo en la colocación de la emisión, ni tampoco adquiere el remanente no vendido. Se dice que al emisor le interesa más bien la experiencia que posee el “underwriter” en ese campo y no su capacidad financiera para absorber los títulos en caso de no ser colocados. Este tipo de “underwriting” se utiliza en los mercados financieros más desarrollados, e implica un mínimo riesgo para el intermediario (Underwriter) y poco costo para el emisor.

### **4. Colocación todo o nada:**

Es una variedad de la colocación de mejor esfuerzo, en la cual la entidad emisora se compromete a vender la emisión únicamente si la totalidad de la misma es colocada por el “underwriter”. Si en el plazo de colocación no fuere suscrita la totalidad de la emisión, el intermediario procederá a devolver los pagos

recibidos por ventas parciales efectuadas a los compradores que haya en ese momento y devolverá los valores a la entidad emisora.

Las modalidades de “underwriting” que se realicen entre la empresa emisora y el “underwriter”, dependerán de las necesidades en cada caso. Asimismo existen países en los cuales las modalidades citadas varían, aumentan o disminuyen.

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 a la vez facilitar la colocación de los mismos en el mercado. De igual modo, se forman consorcios de “underwriters”, para que el riesgo que deba asumirse sea aún 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 perder el total de su cartera a colocar.

### **PROCEDIMIENTO DEL “UNDERWRITING”**

La colocación de la emisión entre el público inversionista, es la etapa final que realiza el “underwriter”. De previo deben generarse las siguientes situaciones:

## 1- Selección del “underwriter”:

Una entidad emisora requiere financiamiento adicional para su proyecto de inversión, de tal manera que debe seleccionar un “underwriter” para que le asesore, garantice y asuma los riesgos de la nueva emisión .<sup>34</sup>

## 2- Consulta con el emisor:

El “underwriter” presta asesoría y ayuda a la empresa emisora a efecto de colaborar con el diseño e implementación del título valor que mejor se ajuste a las necesidades de la empresa y a las condiciones de mercado. También ayuda a determinar cuánto capital debería obtener, el valor nominal de los títulos, el plazo de vencimiento de la emisión, el tipo de interés, etc. Asimismo va a llevar a cabo una investigación minuciosa de la compañía emisora “due diligence review”<sup>35</sup>, analizando su situación financiera con el fin de asegurarse acerca de su solidez. Igualmente, en el caso de que la empresa emisora conozca el monto exacto de los recursos necesarios para realizar la inversión, y desee solamente utilizar los

---

<sup>34</sup> “Issuers will usually seek the most prestigious underwriter that is interested in them, but should be careful not to sacrifice other considerations such as relative size and importance of that issuer to the underwriter. Issuers should investigate several underwriters’ performance in similar offerings, after-market performance and support subsequent to the offering in areas such as market-making (if not a listed security), institutional interest, and research. The issuer wants the best underwriter it can attract, but more important it also wants to be a significant client to that underwriter both at the time of the offering and thereafter.” Ver SCHNEIDER (Carl W.) , MANKO (Joseph), KANT (Robert S.), Going Public. Practice, Procedure and Consequences, New York, 1997, p.7

<sup>35</sup> The due diligence defense permits the persons named above (excluding the company) to defend themselves from such liability if they have performed a reasonable investigation and have no reason to believe (and do not believe) that there were any material misstatements or omissions. LIPMAN, (Frederick). Going Public Everything You Need to Know to Turn a Private Enterprise into a Publicly Traded Company, Prima Publishing, Rocklin, Ca, 1994, p.53.

servicios de un “underwriter” para colocar sus títulos valores en el mercado, éste último también realiza una investigación para obtener información.

Generalmente, esta labor de investigación la realizan expertos en materias legales, de auditoría, e ingeniería, proporcionando gran parte de la información que se necesitará más adelante para preparar el prospecto y la demás documentación que puedan requerir las autoridades regulatorias o que se necesite para obtener la cotización en bolsa.

Dichos profesionales llevan a cabo entrevistas con los gerentes, contadores, abogados y diverso personal de la entidad emisora. Asimismo se contacta con clientes de la empresa y proveedores para determinar el grado de calidad de servicio y puntualidad en los pagos; de igual forma se revisan estados financieros y otros. Es una labor muy completa, ya que el “underwriter” debe saber si la empresa está en capacidad de llevar a cabo el proyecto y así poder respaldarla con su nombre.

### 3- Grupo de Garantía o sindicación:

Si la cuantía del “underwriting” es pequeña con relación al capital de la entidad de financiamiento, esta puede decidir tomar el riesgo total de la colocación de la emisión. Sin embargo, dependiendo del tamaño de la emisión, a menudo resulta necesario que el “underwriter” forme un grupo de garantía, (sindicato o

consorcio) el cual estará constituido por un conjunto de “underwriters”. De esta manera la entidad de financiamiento no solamente comparte el riesgo (al igual que las utilidades que espera obtener) con otros “underwriters”, sino que también se asegura que se buscará su participación en otros “underwritings” que encabecen sus colegas- competidores. Cada miembro del grupo deberá vender su parte de la emisión.

Pueden ser varias las razones para establecer un consorcio o sindicato de “co-underwriters”: <sup>36</sup>

- a- Un “underwriter” que se haga cargo de una emisión sin la ayuda de otro u otros “underwriters”, puede ser incapaz financieramente para llevar a cabo una emisión grande.
- b- El “underwriter” puede preferir distribuir el riesgo proporcionalmente con los otros miembros de acuerdo con la participación de éstos.
- c- Utilizar varias organizaciones permite racionalizar el esfuerzo en las ventas y

---

<sup>36</sup> SOFÍA RODRIGUEZ BEER. El Contrato de Underwriting como Mecanismo para Impulsar el Mercado Accionario. Tesis de graduación para optar por la licenciatura en Derecho, San José, Universidad Escuela Libre de Derecho, 1997, p. 72, poligrafiadas.



en los costos de operación, así como garantizar una amplia distribución en la cobertura, deduciéndose así, el tiempo de colocación.

En cuanto a la sindicación, resulta necesario que los “co-underwriters” celebren un convenio entre ellos, en el cual se nombre al representante (manager o líder) de todos los “underwriters” se especifiquen aspectos tales como: los nombres y las cuotas de cada “underwriter”, el precio, cuantía y tipo de “underwriting”, las acciones que se reserva el representante para colocar las emisiones directamente entre sus principales clientes institucionales, la entrega de los certificados y el pago del precio de la suscripción, la estabilización y las transacciones en el mercado inmediatamente después de que se haga la colocación en el público, la fecha del cierre, el cierre mismo, la comisión de administración y otros.

Después de recibir la aprobación formal de las autoridades regulatorias y después de firmar el convenio entre “underwriter”, el manager o líder del grupo celebra un “contrato de underwriting” con la compañía emisora en representación de todo el sindicato. Cabe agregar que en muchos países europeos, todos los underwriters firman el convenio de “underwriting” con la emisora. Este contrato además de consignar los términos y condiciones básicas del “underwriting”, normalmente protege a los “underwriters” contra cualquier acción judicial en caso

de que la compañía le haya proporcionado información equivocada sobre su condición financiera y/o sus operaciones.

Típicamente, los “co-underwriters” se obligan sólo mancomunadamente y no solidariamente respecto a la compra de una emisión. Esto significa que cada “underwriter” se hace responsable sólo de su cuota en la emisión y no se obliga a que el grupo de “underwriters” coloque el total de la emisión.

Algunas veces, en estos contratos se incluye una cláusula de escape o de “desastre” que libera a los “co-underwriters” de sus obligaciones si se producen ciertas condiciones o circunstancias que están fuera de su control, tales como cambios importantes y pertinentes en las condiciones económicas políticas o financieras, cambios súbitos e inesperados en el mercado de valores o acontecimientos negativos relacionados con la emisora.

#### 4- Regulación:

La regulación varía de un país a otro. Sin embargo en la mayoría de los casos se hace un esfuerzo para proteger al público inversionista, de esta forma se le ofrece información suficiente, comprensible y confiable, para que pueda tomar su decisión de inversión. Uno de los medios principales y más efectivos para proporcionar a los inversionistas el marco de referencia es el prospecto revisado u aprobado por las Superintendencias de Valores, bolsas de valores, u otro

organismo regulador. Todo antes de que el público pueda suscribir una emisión o que los títulos valores puedan ser negociados en bolsa.

De acuerdo con las regulaciones de nuestro país, el prospecto se define como:

“Aquel documento legal exigido por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), el cual es emitido antes de la venta de un nuevo valor y donde se revelan hechos pertinentes sobre el emisor y el valor. El prospecto incluye un informe sobre la situación financiera de la empresa, los nombres de sus principales funcionarios y una relación de la participación que tienen en el capital de la empresa. El documento también tiene que dar información sobre la línea de negocios de la empresa y sus planes para ampliaciones futuras. La información contenida en el documento debe ser detallada y extremadamente exacta; cualquier error en éste hace responsable a la empresa por las pérdidas sufridas por los inversionistas.”<sup>37</sup>

Si bien formalmente la empresa emisora es responsable de la mayor parte de la información que se proporciona en el prospecto, la mayoría del trabajo efectivo lo hace generalmente el manager “underwriter” y sus abogados. Estos deben verificar cuidadosamente toda la información proporcionada por la emisora a fin de protegerse a sí mismos de las acciones legales que puedan ejercer contra ellos, quienes adquieran los valores que se colocan en el público.

En los nuevos mercados de valores pensamos que, podría resultar útil que los entes reguladores, le proporcionen a los “underwriters” un formulario básico o

---

<sup>37</sup> Ver El ABC de Bolsa, Op. Cit., p.9.

guía para los prospectos. El cual asegure la divulgación de la información apropiada, pero que no sea demasiado detallada y técnica como para que se le haga imposible entenderla al inversionista promedio.

Asimismo, es necesaria la existencia de procedimientos claros, respecto a la oportunidad en que las entidades regulatorias deben aprobar, rechazar, o proporcionar comentarios adicionales sobre las deficiencias de los prospectos y/o las razones por las que una solicitud de “underwriting” no sea aprobada. Es importante que el manager y las demás partes intervinientes sepan cuánto exactamente pueden esperar para que las autoridades regulatorias aprueben el contenido del prospecto en su forma final, a fin de que puedan planear la fecha en que se dé comienzo a la oferta pública.

Finalmente, es aconsejable permitirle a los “underwriters” la distribución de un prospecto preliminar basado en el formulario estándar proporcionado por las autoridades regulatorias y que incluya toda la información que se les debe dar, de acuerdo con las prácticas vigentes del mercado. Para indicar el carácter preliminar de dicho prospecto, es importante que se inserte un anuncio claro en la primera página de tales prospectos.

## 5- Precio

El “underwriter” puede obtener su utilidad de dos formas: comprar los valores a un precio menor del que planea venderlos obteniendo así una ganancia, o mediante el cobro de una comisión por actuar como intermediario en la transacción.<sup>38</sup>

En cuanto al precio, la emisión en los mercados de valores que ya han alcanzado la madurez, lo determinan libremente el “underwriter” y la empresa emisora. La determinación del precio es la parte más difícil del contrato de “underwriting”, ya que un precio demasiado alto puede causarle pérdidas al “underwriter” y dificultades a la emisora la próxima vez que acuda al mercado. Por otro lado un precio muy bajo, puede dañar la reputación del “underwriter” y puede causarle la pérdida de la emisora como cliente.

Por lo antes expuesto, el manager “underwriter”, debe realizar un estudio pormenorizado del precio a que debe ofrecerse la emisión, utilizando dos insumos básicos:

---

<sup>38</sup> “Generally, the issuer and underwriter will seek their own level in terms of quality and prestige, and, based on an examination of other transactions of similar issuers and underwriters, the spread or underwriters’ commission will fall into a fairly narrow range from which a final number will be negotiated. The commission is divided by the managing underwriter into three segments: a sales credit, an underwriting fee, and, a management fee”. Seminario de “Securities Underwriting”. Presentation to “International Institute for Securities Market Development”. Remarks of Jay P. Hartig of Price Waterhouse, LLP, Washington, 1996, ps 28 y 29.

a- El análisis del valor fundamental de la acción misma usando referencias tales como el valor en libros, relación precio a utilidades, rentabilidad, valor presente del flujo de caja, estimaciones sobre el crecimiento de utilidades y promedios recientes del precio de las acciones de la emisora. En el caso de una emisión de bonos o títulos de deuda, el énfasis se pone en la calidad del prestatario, apalancamiento, capital, relación corriente, cobertura de intereses, plazo de duración del proyecto, monto de la inversión, situación del mercado, tipos de emisiones ya sean seriadas o estandarizadas, etc.

b- Probando el tamaño de la demanda del mercado para el valor de que se trata. Generalmente el manager obtiene indicaciones de interés de otros “underwriters” y de los miembros del grupo colocador.

Cada uno de estos factores es evaluado con base en la experiencia, el juicio basado en la información apropiada y la mera intuición del manager.

El manager “underwriter” debe verificar que el precio que la emisora pretende obtener está razonablemente al mismo nivel del precio que probablemente estén dispuestos a pagar los suscriptores.

No cabe duda de que es mucho más fácil ponerle precio a las emisiones de las empresas cuyas acciones ya estén en circulación transándose en el público,

que aquellas que acuden al mercado por primera vez. En este último caso, los “underwriters” a menudo estudiarán los precios en el mercado de compañías similares, para estimar el precio apropiado por acción. En el caso de una emisión de bonos, el precio y el cupón se basarán en una comparación con las emisiones de bonos de compañías similares. Y se aplicarán las condiciones imperantes en el mercado respecto a tasas de interés.

Un “underwriter” acucioso tratará de definir cada vez con mayor precisión el margen dentro del cual espera determinar el precio final de la emisión, hasta la mañana del día en que se efectúe la emisión.

La discusión del precio con los posibles compradores, podría resultar inútil, ya que éstos tratarían de reducir el precio y probablemente no darán a conocer la cantidad de valores que estarían dispuestos a adquirir. De igual forma, los miembros del sindicato pueden presionar para que la colocación se haga a precios más bajos a fin de facilitarla, sabiendo que el manager “underwriter” tiene la obligación ante la emisora de obtener el precio más alto posible.

El precio no se determina de manera definitiva sino hasta el último momento, debido a que resulta necesario tener en cuenta la información más reciente sobre la compañía y el mercado. Con el objeto de determinar la receptibilidad del mercado, deberá estudiarse cuidadosamente el comportamiento

de las colocaciones más recientes. Si los signos que se obtienen no son buenos es probable que se difiera la colocación.

Es importante indicar que puede ocurrir que en algunas emisiones, la demanda de suscripción exceda la cantidad total de los valores que se pretenden colocar desde el primer día, por lo tanto su colocación será rápida. En otras ocasiones, el manager “underwriter” o la emisora quedan autorizados para efectuar compras de la emisión con el fin de estabilizar su precio y asegurarse que la nueva emisión no disturbará indebidamente el mercado. Sin embargo, cabe recordar que el objetivo del “underwriting” es colocar la emisión con los inversionistas finales.

## 6- Distribución

Una vez que se hayan convenido en todas las condiciones de la emisión, los “underwriters” contactarán a todos los inversionistas que inicialmente expresaron interés para decidir sobre el tamaño de la emisión con el fin de que adquieran los valores deseados. Si una parte de la emisión sigue sin poderse colocar después de haber contactado a tales inversionistas, los “underwriters” deberán absorber el remanente en sus propias carteras de inversión hasta que se termine el sindicato.



Por lo general, inmediatamente después de que el manager “underwriter” sea notificado por los miembros del grupo colocador, de que toda la emisión ha sido colocada, eliminará todas las restricciones sobre precio y transacción de los valores emitidos. Sin embargo, la terminación del sindicato no significa necesariamente que se han vendido todos los valores objeto de la emisión. Es improbable que los grupos colocadores puedan distribuir el total de las emisiones a los precios ofrecidos cuando el mercado general sufre tendencias a la baja. Si ocurre tal situación durante el período de la oferta y si se toma la decisión de que esta es la mejor manera de proteger los intereses de los “underwriters”, el manager puede permitir inmediatamente que se vendan los valores al mejor precio posible.

## 7- Cierre

Al concluir la oferta al público, el manager es responsable de todos los detalles del cierre final, determinando si todas las condiciones estipuladas en el convenio de “underwriting” han sido cumplidas por las partes intervinientes. Si lo anterior es afirmativo, el “underwriter” y los miembros del grupo colocador harán sus pagos respectivos a la emisora contra la entrega de los certificados provisionales de las acciones emitidas por parte de ésta. El manager entonces pagará a los miembros del sindicato la remuneración que les corresponda por sus servicios.

Las tareas finales del manager son cubrir los gastos que les correspondan a los “underwriters”, tales como impuestos, gastos de publicidad y de venta, imprenta, etc. Después de deducir tales gastos, la comisión del “underwriting” es repartida sobre una base prorrateada con los demás miembros del sindicato.

## **REGIMEN DE OFERTA PÚBLICA**

La colocación de títulos valores en el mercado puede hacerse a través de una oferta pública o una privada siendo lo más usual acudir a la primera, dadas las características y ventajas que presenta. Sin embargo, en nuestro país ambas se encuentran autorizadas por la ley Reguladora del Mercado de Valores en su artículo 107.

La oferta Pública es un elemento casi inherente al “Underwriting”, siempre que la colocación de los títulos se haga por medio de este mecanismo. En él, además, se conjugan tanto el derecho de información como el “disclosure”, toda vez que la información que el intermediario proporcione al público debe de ser veráz y confiable.

Se considera además el ofrecimiento Público como una alternativa de financiamiento. Mediante él se ofrece la suscripción de capital tratándose en este caso a los ahorrantes para que inviertan en determinada compañía.<sup>39</sup>

La oferta Pública sin embargo no se limita solamente al ofrecimiento de los valores, y a la invitación al público a invertir en ellos. Esto al menos en su amplia concepción. Incluye, desde este punto de vista, el proceso de solicitud de admisión de títulos por parte de una entidad así como la autorización para ofrecerlos, las características de los valores, el o los medios de información al público, y por supuesto el intermediario al que se recurrirá, o al menos al que se puede acudir para que realice el ofrecimiento público.

En Costa Rica, la oferta Pública se encuentra regulada tanto en la Ley reguladora del Mercado de Valores como en la Ley de Regulación de Publicidad de la Oferta Pública de Valores. Siendo este último cuerpo legal en el cual se define qué se considera como ofrecimiento público: “artículo uno: para los efectos de esta ley se considera oferta pública o publicidad de inversiones la que se transmite al público o sectores determinados, por cualquier medio de publicidad o difusión para colocar, adquirir, negociar o administrar valores o dineros propios de terceros, por cualquier causa o título, o aquella en que se ofrezcan servicios de intermediación, comisión o correduría financiera.”

---

<sup>39</sup> Al respecto, GASTON CERTAD MAROTO, Reflexiones sobre el Mercado de Valores Costarricense: La difusión del accionario, Revista Judicial Número 41, Junio 1987.

El objeto de la oferta pública va a estar dado por los títulos valores que se negocian a través de ella. Siempre que sean emitidos por aquellas entidades que esten en capacidad de actuar dentro del mercado de capitales; para el caso del “underwriting”, serán básicamente acciones, obligaciones y efectos públicos.

No todos los sujetos que intervienen en el mercado pueden llevar a cabo una oferta pública, con relación a esta materia, la Ley Reguladora del Mercado de Valores excluye de regulación a los Bancos, entidades financieras de carácter no bancario y empresas inscritas en Bolsa. Debido a que se encuentran bajo la tutela de la Ley de Regulación de la Publicidad de la Oferta Pública de Valores.

Cabe añadir que la Ley Reguladora del Mercado de Valores también faculta a la Bolsa de Valores a otorgar tal autorización con relación a las empresas que tengan títulos inscritos en ellas.<sup>40</sup>

Desde este punto de vista podemos distinguir dos tipos de oferta pública, la bursátil y la extrabursátil. La primera será aquella desarrollada por los agentes de Bolsa, y la Segunda abarcará al resto de los intermediarios.

---

<sup>40</sup> Con relación a ello ver artículo 27 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores “Objeto de la Bolsa de Valores”.

Estos son los antecedentes que deben cumplirse previo a la ejecución de la convención llamada “Underwriting”. Lo anterior en virtud de las acciones en juego van a ser parte de una oferta pública, la cual tendrá como fin hacer plenamente eficaz dicho contrato.

## **ORGANISMOS FISCALIZADORES**

En todo sistema financiero van a existir organismos encargados de supervisar su correcto desarrollo a través de la fiscalización de las diferentes entidades que intervienen en él, y de las operaciones que se lleven a cabo. En nuestro país, dicha función es realizada por medio de la Superintendencia General de Valores y la Superintendencia General de Entidades Financieras.

Asimismo es importante recalcar que la fiscalización de la operación no es solamente a nivel externo. Una vez que los títulos son ofrecidos en el mercado, tanto el emisor como el “underwriter” tienen dentro de su configuración organismos encargados de velar por el buen cumplimiento y el desarrollo de la actividad a que cada uno de ellos se dedica. Ellos pueden estar constituidos en una forma unipersonal o bien componerse de varios miembros (socios o no), dependiendo de lo acordado y la legislación aplicable. Además los nombramientos son renovables y podrán tener la vigencia que la Ley o los estatutos establecen. En algunas

ocasiones dicha función se recarga sobre los mismos administradores o consejeros de las entidades.

Dentro de este orden de ideas tenemos, que tanto el emisor que como el “underwriter” cuentan con un primer control que sería otorgado por su órgano interno de fiscalización. En nuestro país, dicho órgano está establecido por Ley, la cual estipula que en los correspondientes estatutos constitutivos, deberá incluirse.

Si bien el control interno es importante, en materia financiera no es suficiente, y una vez que las operaciones se materializan a un ámbito externo, debe existir un control que permita su óptimo funcionamiento. En este caso es donde entra la función fiscalizadora externa o de las entidades externas. Dicha labor no debe de limitarse a la fiscalización “labor de policía de sistema”, sino que también deberá de asesorar al intermediario financiero, con relación a cómo prevenir errores o irregularidades, y si estos se diesen, la forma de corregirlos.

Asimismo se considera de gran importancia una función poco tomada en consideración la cual es constiuida por el suministro de información al público por parte de dicha entidad, gracias a la cual se aclara que el intermediario podrá acudir al organismo supervisor en busca de asesoría, con el fin de evitar incurrir en algún tipo de situación que le acarree inconvenientes.

## OBLIGACIONES DE LAS PARTES

Las obligaciones de la empresa emisora o entidad encargante dependerán de la modalidad de “underwriting” que se lleve a cabo. No obstante, de acuerdo con el autor Jaime Arrubla <sup>41</sup> podemos encuadrar las siguientes:

- a) Informar al “underwriter” con la debida anticipación de todo lo relacionado con la emisión, para que éste pueda prever las estrategias de mercadeo. Igualmente deberá darle la información relacionada con el precio de la emisión de los títulos y el plazo para su colocación.
- b) Notificar al “underwriter” sobre cualquier cambio, circunstancia o hecho relevante que pueda influir o modificar la operación proyectada.
- c) Cancelar los gastos legales que implique la operación y realizar las labores de imprenta que suponga la emisión.
- d) No utilizar otros mecanismos de “underwriting” diferentes o adicionales al que se está utilizando, salvo que expresamente se haya autorizado en el convenio.

---

<sup>41</sup> JAIME A. ARRUBLA PAUCAR, Contratos Mercantiles, citado por MILENA ALFARO MAYKALL y otro, op. cit., p.178

- e) No vender ningún título valor adicional o que haya sido emitido anteriormente durante el período acordado para la operación.
  
- f) Cuando proceda, cancelar la comisión convenida con el “underwriter.”

La obligaciones del “underwriter” también están relacionadas con la modalidad de “underwriting” que se haya pactado. Sin embargo, podemos enunciar las que a continuación se detallan:

- 1- Realizar las gestiones tendientes a obtener las autorizaciones administrativas para realizar oferta pública.
  
- 2- Adquirir la totalidad de la emisión, esta obligación sólo se da en el “underwriting” en firme.
  
- 3- Respetar el precio y demás condiciones pactadas.
  
- 4- Cancelar a la empresa emisora el precio acordado por la emisión que adquiere.
  
- 5- Colocar entre el público inversionista la respectiva emisión, respetando el precio y las condiciones previamente pactadas.



- 6- Realizar las actividades promocionales de la emisión: las estrategias de mercadeo y distribución de los títulos valores.
- 7- Realizar la colocación de los títulos valores dentro del plazo acordado para tal efecto.
- 8- Hacerse cargo de toda la tramitación relacionada con el pago y la entrega de valores.
- 9- Mantener la adecuada comunicación con la entidad emisora y los miembros de la corporación de “underwriters” (si existe un sindicato), para lograr la buena marcha de la operación.
- 10- Estabilizar el precio de la emisión por un cierto plazo después de que se hayan ofrecido los valores al público.
- 11- Atender todas las exigencias que demanden las autoridades reguladoras de la actividad.

## **RESPONSABILIDADES DE LAS PARTES**

El “contrato de underwriting” al igual que todo contrato es susceptible a vicios e incumplimientos. En esos casos habrá que presentar las soluciones viables que existan al respecto. Lo anterior, a fin de saldar las responsabilidades de la parte infractora. Al no existir normativa en este sentido, debemos acudir a los lineamientos generales de la contratación existentes en nuestra legislación; así tenemos que le corresponde a la empresa emisora indemnizar al “underwriter” por todos aquellos perjuicios ocasionados por una información falsa, o por haber omitido comunicarle e informarle debidamente a éste, hechos relevantes que podrán afectar la operación.

El “underwriter” tiene la responsabilidad de ofrecer todo el asesoramiento requerido, respondiendo con la mayor diligencia y cuidado en su función de aconsejar y asesorar a la empresa emisora.

En caso de presentarse el incumplimiento de una de las partes intervinientes en el contrato, el sujeto afectado, tendrá la potestad de presentar la acción jurisdiccional correspondiente a fin de demandar el incumplimiento contractual que se genere con la falta. Por ende, puede solicitar los daños y perjuicios sobrevinientes de dicha situación, lo anterior, bajo el precepto legal de lo

establecido en el artículo 1045 del Código Civil;<sup>42</sup> siempre y cuando el incumplimiento generado, no haya sido producto de uno de los eximentes de responsabilidad establecidos en la legislación civil (caso fortuito o fuerza mayor).

Con base a lo antes mencionado, podemos indicar que existen diversos tipos de responsabilidad: la penal, la civil, y la administrativa. Sin descartar claro, el carácter de contractual y extracontractual. De estas, la que más nos interesa es la responsabilidad contractual, pues es la que va a derivarse del incumplimiento total o parcial de un contrato por las partes.

Sin embargo, esto no significa que la parte infractora no pueda incurrir en otro tipo de responsabilidades, ni que no se le puedan aplicar las sanciones pertinentes.

La doctrina nacional señala que:

“La responsabilidad contractual tiene la finalidad de garantizar al sujeto el equivalente económico de una prestación, de una actividad de cooperación, de otro sujeto, en cambio, la responsabilidad extracontractual, tiene la tutela de la esfera jurídica subjetiva, frente a las ingerencias de otros, es extracontractual la relación jurídica que se constituye cuando una persona viola la esfera jurídica de otra, sin que exista entre ellos dos una relación jurídica anterior, o si existiendo esta,

---

<sup>42</sup> ARTICULO 1045 CODIGO CIVIL COSTARRICENSE, “Todo aquel que por dolo, falta, negligencia o imprudencia, causa un daño a otro, está obligado a repararlo junto con los perjuicios”.

nada tiene que ver con el comportamiento ilícito o la actividad productora del daño.”<sup>43</sup>

La responsabilidad contractual a su vez, tiene estrecha relación con la culpa contractual. Este consiste con el incumplimiento de un deudor frente a un acreedor de la prestación a que esta obligado a través de una relación jurídica contractual. Esta culpa “esta referida al cumplimiento voluntario, pero en el que está ausente toda voluntad del deudor de causar perjuicio al acreedor. Si el deudor incumple involuntariamente con la intención de causar el perjuicio al acreedor, la conducta se calificará como dolosa.”<sup>44</sup>

La culpa extracontractual consiste en el daño que una persona causa a otra sin mediar relación jurídica alguna, ya sea en forma dolosa o culposa.

En el caso del dolo, este no se presume y quien lo alega deberá demostrarlo.<sup>45</sup>

A la luz de lo expuesto, tendríamos que tanto el emisor como el “underwriter” podrían incurrir en incumplimiento, lo que dependerá de la obligación

---

<sup>43</sup> VICTOR PEREZ VARGAS, Derecho Privado, San José, Costa Rica, Segunda Edición, Litografía e Imprenta Lil, S.A., 1990, pág. 388.

<sup>44</sup> DIEGO BAUDRIT CARRILLO, Teoría General del Contrato, San José, 2ª Edición, 1990, pág. 98

<sup>45</sup> ART.701 CODIGO CIVIL: “El dolo no se presume, y quien lo comete, queda siempre obligado a indemnizar los daños y perjuicios que con él ocasiona, aunque se hubiere pactado lo contrario) Sin embargo, si hay una presunción de culpa para el deudor contractual que incumple, por lo menos hasta que este demuestre que el incumplimiento no le es imputable (caso fortuito o fuerza mayor”.

de cada una de las partes, y del tipo de “underwriting” suscrito. Sin embargo, se presumirá responsable de la falta a aquel que la cometió, salvo que este demuestre que las causas que la originaron, no se encontraban bajo su control.

Ahora, el incumplimiento contractual puede originar una serie de efectos, a saber, la ejecución forzosa, la resolución del contrato, y la indemnización por daños y perjuicios. Todos ellos tienden a satisfacer el interés de quien tiene el derecho a ser resarcido y que por algún motivo, no fue satisfecho en la forma pactada.

En el caso de la ejecución forzosa, vemos que puede ser in-natura, o a título de indemnización, mediante la cual se pretende obligar al deudor a que cumpla con lo pactado.<sup>46</sup>

Será in-natura, cuando se logre el cumplimiento fiel y exacto de la obligación; habrá indemnización si tal incumplimiento no es posible (por ser una obligación personalísima, por ejemplo), sustituyéndose la prestación por su equivalente en dinero.<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup> ART. 693 CODIGO CIVIL: “Toda Obligación Civil confiere al acreedor, el derecho de compeler al deudor a la ejecución de aquello a lo que está obligado.”

<sup>47</sup> ARTICULO 700 CODIGO CIVIL: “Toda obligación de hacer que exige indispensablemente la acción del deudor, lo mismo que la obligación de no hacer, se convierte en indemnización de daños y perjuicios en caso de falta de cumplimiento”.

La indemnización sustitutiva del cumplimiento in-natura, a la vez puede estar acompañada de daños y perjuicios, que comprenden precisamente la indemnización monetaria del daño, el cual será la pérdida sufrida. Cabe destacar que estos daños y perjuicios, serán únicamente aquellos derivados en forma directa de la actuación del deudor.<sup>48</sup>

En el caso del “underwriting” vemos que la ejecución forzosa (tanto in-natura como a título de indemnización) es posible. El primer caso se daría si el contratante incumple su obligación de otorgar efectivamente los títulos emitidos, facultando al “underwriter” para solicitarla y la indemnización procedería en el supuesto de que el incumplimiento derive de la no ejecución de los actos necesarios para la emisión.

De igual forma, si el intermediario no coloca los títulos de conformidad con lo pactado, el emisor podría solicitar la devolución de estos o una indemnización.

En el caso de los daños y perjuicios, el emisor y/o el “underwriter” también estarían en la posibilidad de reclamarlos si se cumplen los presupuestos citados. En cuanto a la resolución contractual tenemos que es una sanción que consistirá en la suposición retroactiva de la no existencia de las obligaciones. Lo cual

---

<sup>48</sup> ARTICULO 704 CODIGO CIVIL: “En la indemnización de daños y perjuicios solo se comprenderán los que, como consecuencia inmediata y directa de la falta del cumplimiento de la obligación se hayan causado, o deban necesariamente causarse”.

implicaría la extinción de un contrato bilateral válido y eficaz. Lo anterior sucede ante el incumplimiento grave de una de las partes. Para ello es necesaria una

declaración judicial, que deberá ser solicitada por la parte lesionada o que haya cumplido a cabalidad el convenio; no siendo necesaria la existencia de una condición resolutoria.<sup>49</sup>

Estas disposiciones son aplicables al contrato de “underwriting”, pudiendo la parte afectada por el incumplimiento acudir a sede judicial a fin de solicitar la declaratoria correspondiente. Vale indicar que si pide la resolución del contrato no podrá pedir daños y perjuicios porque según lo establece el artículo 692 del Código Civil, estos son excluyentes.

Asimismo, consideramos de interés indicar que dada la naturaleza del “contrato de underwriting” y resultando imprescindible una solución rápida a los posibles conflictos que se puedan ocasionar, sería de gran importancia la inclusión de mecanismos que logren una posible respuesta a los mismos, por ejemplo la rescisión o el arbitraje.

---

<sup>49</sup> ARTICULO 692 CODIGO CIVIL: “En los contratos bilaterales, va siempre implícita la condición resolutoria por la falta de incumplimiento. En este caso la parte que ha cumplido puede exigir el incumplimiento del convenio o pedir se resuelva con daños y perjuicios”



## **CAPITULO II**

### **“EL UNDERWRITING” EN EL MERCADO COSTARRICENSE**

Una vez analizada la Teoría General del Contrato de Underwriting, es de interés efectuar un repaso respecto a su aplicación en nuestro ordenamiento jurídico.

En el presente capítulo tenemos como fin efectuar un estudio pormenorizado de la aplicación del contrato en nuestra realidad social. Así como analizar las posibilidades previstas en nuestro ordenamiento jurídico para dicha actividad, además de las posibles regulaciones aplicables y las facultades que el convenio en sí le otorga a cada una de las partes que en él participan. Lo anterior con la finalidad de poder llegar a conclusiones y realizar recomendaciones respecto a la realidad nacional.

### **ANTECEDENTES HISTORICO LEGALES DEL SISTEMA FINANCIERO COSTARRICENSE**

La Historia Financiera Costarricense se ha caracterizado porque que su principal fuente de desarrollo ha sido la actividad agropecuaria. Ejemplo de ello

tenemos el desarrollo de la comercialización del Café, el Banano, y en algunas partes de nuestro país, el ganado lechero y de engorde. Con el progreso en el desarrollo de dichas actividades, nuestro financiamiento propio llegó a ser insuficiente, situación por la cual se pensó en crear instituciones que ofrecieran crédito a las personas que así lo solicitaran, lo anterior como medio de soporte y fortalecimiento de dichas actividades.

Dicha iniciativa influenciada por ideas liberales de la época (Siglo XIX) se caracterizó por la creación de los primeros Bancos, básicamente fundados por parte de extranjeros radicados en nuestro país quienes vieron en la actividad de generar créditos un negocio potencial. De esta época datan el Banco Anglo Costarricense, el Banco de la Unión, el Banco Mercantil, el Banco Comercial de Costa Rica, el Banco Franco Costarricense, y el Royal Bank de Canadá, entre otros.

Este tipo de entidades surgieron a la vida jurídica como sociedades anónimas, las cuales se iban a constituir principalmente de comerciantes o inversionistas privados. Pero sus acciones eran ofrecidas al público en general. Cabe destacar que por el desarrollo de la época, pocas de estas entidades

subsistieron y entre ellas destacó el Banco Anglo Costarricense.<sup>50</sup>

La actividad Bancaria de esta época se caracterizó por ser monopolística y de alta ingerencia en las decisiones políticas de nuestro país. Las principales características de dichas instituciones pueden resumirse en las siguientes:<sup>51</sup>

- a) Funcionamiento mediante concesión gubernamental: situación que provocaba una gran influencia política en dichas organizaciones; ejemplo de ello se puede indicar el subsidio de créditos para los gobiernos que le protegieran o fueran de su predilección política.
- b) Emisión Monetaria: A todas las organizaciones monetarias que se desarrollaron en dicha época, se les otorgaba una concesión que los facultaba a realizar emisiones de billetes con la condición de mantener un 75% de reservas que los respaldara.
- c) Bancos con Suscripción de Capital Privado: como antes lo mencionamos dichas entidades eran fundadas por capital netamente privado, el gobierno siempre asumía en forma posterior parte de sus acciones, lo anterior como

---

<sup>50</sup> Con relación a el desarrollo de los Bancos Costarricenses se puede consultar a GIL PACHECO RUFINO, Ciento Cinco años de Vida Bancaria en Costa Rica, Editorial U.C.R., 1962, pág. 46 y siguientes.

<sup>51</sup> El resumen de dichas características es extraído del libro de GIL PACHECO RUFINO, Op. Cit, pág 57 y siguientes.

consecuencia de la inestabilidad económica reinante en dicho momento histórico.

d) Constitución como sociedades anónimas: como anteriormente se señaló, dicha figura fue la más utilizada a la hora de constituir los Bancos de ese momento, excepto el antiguo Banco Anglo Costarricense el cual inició siendo una sociedad encomandita, pero finalmente se constituyó en anónima.

e) Especulación: Esto debido a la posición tomada por parte de los administradores de los Bancos para con el Gobierno, puesto que otorgaban créditos indiscriminadamente sin mediar criterio alguno.

De los puntos y características expuestos, concluimos que la regulación sobreviniente en la actualidad a la materia Bancaria tiene como objeto limitar la injerencia del poder político en dicha actividad, circunscribiendo su participación a un marco legal más específico.

## **LA NACIONALIZACIÓN BANCARIA Y LAS POSTERIORES REFORMAS AL SISTEMA FINANCIERO COSTARRICENSE**

La Junta Fundadora en 1949 decreta la nacionalización del sistema Bancario, expropiando a los Bancos de Capital Privado sometiéndolos a la

administración del Estado. Justificó dicha actuación en la necesidad de coordinar las políticas financieras de éstos, además de orientar la actividad bancaria en torno a los mismos. Este decreto otorgó a los Bancos expropiados el monopolio de los depósitos y las cuentas corrientes y conceptualizaba a la Banca Estatal como autónoma, separada de la administración pública, pero sujeta al Gobierno en cuanto a la designación de subdirectores. Bajo esta perspectiva de participación estatal en la banca, van a surgir las reformas legales del sistema Bancario Costarricense, hasta llegar a nuestro sistema Financiero actual, desembocado con la Ley N°1664; Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional, la cual a la fecha se encuentra vigente.

En la actualidad, dicha Ley limita la actividad Bancaria de la totalidad de los Bancos Comerciales de nuestro país, sean públicos o privados.

## **EL SURGIMIENTO DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES Y LAS PRINCIPALES REGULACIONES DEL SISTEMA BURSÁTIL COSTARRICENSE**

Los principales antecedentes del Sistema Bursátil Costarricense datan del año 1943 al constatarse la conveniencia pública de fomentar el desarrollo del mercado de valores y al darse las primeras intenciones de fundar una Bolsa de Valores en nuestro país. Esta iniciativa fue recogida en la Ley N° 7 del quince de mayo de 1943. Aunado a lo anterior, el decreto número 58 del 23 de abril de 1945

aprobó los estatutos de la “Bolsa de Valores S.A.”, cuyo objeto principal fue facilitar la contratación y negociación de los valores y efectos públicos así como la negociación de títulos industriales o mercantiles emitidos por sociedades o empresas constituidas en forma legal.

El desarrollo de la Bolsa Nacional de Valores no contó con el respaldo de los inversionistas, quienes por la situación previa a la Segunda Guerra Mundial, no tenían la capacidad de desarrollar esta entidad. La junta fundadora de la segunda república vino a retomar dicha iniciativa y mediante la Ley 754 del 11 de octubre de 1949 creó la Bolsa de Valores de San José, dejándose sin efecto la Ley antes mencionada.

Esta Bolsa era definida como una Institución Pública, con personería Jurídica propia, capital mixto y anexa al sistema Bancario Nacional. Entre sus principales objetivos y fines estuvieron los siguientes:

- a) Establecimiento de una Bolsa o mercado de cambio que viniera a permitir el intercambio, compra y venta de toda clase de situaciones susceptibles a la comercialización; tanto públicas como privadas; por ejemplo bonos y acciones.

- b) Ofrecer datos auténticos sobre emisiones de bonos de las empresas cuyas acciones se admitan en la Bolsa.
- c) Regular, reglamentar, proteger y vigilar las actuaciones de los miembros de la Bolsa.
- d) Se autorizaba adquirir Valores sin la propiedad de Renta, prohibiéndose la posibilidad de especular con estos.

A pesar de los hechos antes indicados, el mercado de capitales aún no contaba con la suficiente potencia para propiciar una participación efectiva a las Bolsas de Valores. Esta situación hizo que se suprimiera su actividad poco tiempo después de su creación.

En el año 1976 se fundó la Bolsa de Valores S.A., la cual se rige por las disposiciones del Código de Comercio establecidas en su título cuarto. Esta ha contribuido a desarrollar el Mercado de Capitales, principalmente en dos aspectos:

- La Intermediación Bursátil.
- La autorregulación.

- a) La Intermediación Bursátil: Se va a realizar mediante el fomento de las inversiones en títulos valores, o valores mobiliarios distintos al dinero común.
  
- b) La autoregulación: Se da al emitir ella misma sus propios reglamentos debido a la ausencia de una Ley específica al efecto.

Mediante la Ley Reguladora del Mercado de Valores N° 7201 del 18 de setiembre de 1990 y su posterior reforma mediante la Ley N°7732 del 8 de diciembre de 1997 se materializa la preocupación que existe alrededor del desarrollo del sistema bursatil nacional. Esta Ley viene a crear la Comisión Nacional de Valores como “un órgano de desconcentración máxima adscrito al Banco Central de Costa Rica”<sup>52</sup> cuyo deber es procurar el desarrollo uniforme del mercado de valores costarricense. Lo anterior con la finalidad de fortalecerlo y así contribuir con el desarrollo económico y social del país.

En la última modificación a dicha ley, dentro de algunos de los cambios considerados como específicos se menciona la posibilidad de que los puestos de bolsa realicen operaciones de “underwriting” o prefinanciación de emisiones con sus clientes, operaciones propias de la banca de inversión, sin descartar el desarrollo de este instrumento a través de los bancos comerciales.

---

<sup>52</sup> Con relación a dicha situación ver artículo 5 de la Ley Orgánica Reguladora del Mercado de Valores.



Algunas normativas de operación se han presentado al órgano rector de dicho instrumento para su aprobación, tal es el caso del Reglamento Operativo para la Suscripción de Emisiones por parte de los Puestos de Bolsa de la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica S.A. Este reglamento contiene lineamientos tanto para los emisores como para aquellos puestos de bolsa que participen en determinada colocación de títulos de deuda o acciones bajo esta modalidad en estudio. En sí, para el caso de Costa Rica el Reglamento definitivo aún se encuentra en la fase de aprobación y estudio; situación por la cual todavía no contamos con una regulación escrita de la forma de ejecución del “Contrato de Underwriting”.

## **LA EXPERIENCIA DE LA REALIZACIÓN DEL “CONTRATO DE UNDERWRITING” EN COSTA RICA**

El contrato de Underwriting se ha caracterizado a lo largo del tiempo por el hecho de que su desarrollo va de la mano de los avances económicos de cada uno de los países en los cuales se pone en práctica. Asimismo, esta figura se ha visto vinculada a la actividades de la banca de inversión, principalmente por tratarse de una actividad cuya utilidad puede obtenerse a muy largo plazo. De ahí el hecho que la legislación de cada unos de los países deba encargarse de

regularla. A pesar de ello, en Costa Rica aún no se han alcanzado los presupuestos necesarios para su correcta regulación.

A continuación presentaremos un marco general del “Contrato de Underwriting” en nuestra realidad bursátil.

### **Las Partes Contratantes**

La figura del “Underwriting” supone la actuación de las partes contratantes bajo el principio de autonomía de la voluntad; sin embargo, debido a que estas interactúan en el mercado financiero, esta actuación merece un tratamiento especial. De esta forma las partes deben contar con normativa escrita que regule sus ámbitos de competencia y por ello es necesario analizar la normativa que rige a los intermediarios financieros que puedan dentro de sus funciones realizar este tipo de contrato.

### **El Emisor**

Como se estudió en el primer capítulo. Las empresas emisoras por excelencia son las sociedades anónimas. Sin embargo, con la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores se crearon nuevas figuras asociativas que podrán participar en los contratos de “underwriting”; siempre y cuando la Ley o el Código de Comercio se los permite.

Así las cosas, tenemos que además de las sociedades anónimas, las sociedades de inversión,<sup>53</sup> y las sociedades anónimas de capital abierto,<sup>54</sup> no tienen impedimento legal alguno para ser emisoras de valores y realizar contrataciones con un “underwriter” para la colocación en el mercado primario de las acciones que conforman su capital. En este caso, deberán someterse a las regulaciones específicas de la entidad societaria y a las de la Comisión de Valores, según lo dispuesto en los artículos 9 y 10 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, siempre que lo que emitan sean valores para el público. Lo anterior con el fin de garantizar la seguridad, la estabilidad del sistema y la protección del inversionista.

Asimismo, podemos señalar una serie de obligaciones propias del emisor:

- a) Informar a los suscriptores de los Acuerdos tomados en relación con capital social de la empresa dentro de las 24 horas siguientes a la celebración de la Asamblea de Accionistas. Esto se justifica principalmente cuando algún movimiento de la Empresa con relación a su patrimonio puede llegar a incidir en la decisión del público.

---

<sup>53</sup> De estas deben excluirse las sociedades de inversión de capital, puesto que ellas se constituyen en underwriters y no en emisores.

<sup>54</sup> Ley Reguladora del Mercado de Valores, art. 85 y siguientes para las Sociedades de Inversión, 126 y siguientes para las sociedades de capital abierto.

- b) Aportar información esencial de sus actividades; lo cual facilita al ahorrante los datos necesarios para la toma de decisiones en su inversión. En este sentido, sería información esencial toda aquella que un inversionista o asesor de inversión considere importante. Por ejemplo la disminución del valor de los activos a causa de un deterioro financiero.
  
- c) Informar periódicamente las convocatorias de Asamblea a los accionistas, las agendas a tratar, modificaciones al estatuto cuando impliquen un giro importante de la empresa, sus valores o negocios.

De esta forma vemos que el procedimiento que los emisores deben cumplir para realizar una oferta pública de esos valores es muy tramitológica por lo que en la práctica ha resultado más atractiva la colocación privada, al no haber limitación alguna en dicho caso: Lo anterior por cuanto es más barato, a pesar del inconveniente de no contar con la liquidez de las ofertas públicas, puesto que no podrán negociarse en el mercado secundario.

### **“El Underwriter”**

Con relación a este punto y observándolo desde una perspectiva operativa. La empresa financiera que emite los títulos debe de considerar la forma de ingresar al mercado de capitales nacional mediante un puesto de bolsa. Una

empresa participante la cual posea un puesto de bolsa que coordine con varios agentes de bolsa de distintos puestos, para la conformación de sindicatos de “underwriting”; misma que ofrezca préstamos a los ahorrantes para la adquisición de los mismos títulos, entre otros.

Asimismo, consideramos que la normativa que poseen las entidades financieras de carácter no bancario es apta para que se puedan desarrollar operaciones de “underwriting”, dada la posibilidad de ser accionistas de empresas que participan en el mercado de capitales; las cuales facilitarían su trabajo cuando participen como “underwriter”. Principalmente si dentro de sus subsidiarias cuenta con empresas especializadas en la asesoría de emisores y la colocación de acciones.

La figura del “underwriter” es una de las partes más importantes en la realización del contrato de “underwriting” y su selección va a depender de los servicios y calidades que le presente a la empresa emisora lo cual le facilitará a la decisión de con cuál empresa (underwriter) pactar.

La fiscalización de las actividades bursátiles realizadas por parte del “underwriter” se encuentra estipulada como una función propia de la Superintendencia General de Valores, la cual fiscalizará dicha circulación.

En Costa Rica, quienes pueden operar como “Underwriter”, son solamente las empresas comerciales de carácter privado, diseñadas exclusivamente para desplegar funciones específicas financieras enmarcadas en la figura del “Underwriter”. Además, cuenta con la respectiva concesión emanada por parte de la Superintendencia General de Valores, quien ejercerá el control sobre estas sociedades. Es evidente que este tipo de sociedad, ante la inexistencia de disposición legal específica que regule el tipo de sociedad o empresa que puede ser “underwriter”, excluye a las instituciones sujetas al control de la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional, así mismo, tampoco lo podrán ser aquellas entidades financieras no bancarias, por cuanto, están bajo la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras, bajo una normativa que hace incompatible la actividad del “Underwriter” con las de estas entidades.

## **EL MERCADO ACCIONARIO COSTARRICENSE**

El mercado de Valores es un sistema en el cual convergen “ Instituciones, empresas, e inversionistas que participan en las operaciones de compraventa de valores a través de la Bolsa”<sup>55</sup>, siendo esta una de las instituciones del Sistema Financiero consistente en un mercado organizado en el cual se reúnen profesionales de forma periódica para realizar compra y ventas de valores tanto públicos como privados. Esto implica que este tipo de mercado presupone la

---

<sup>55</sup> GONZALO CORTINA ORTEGA. Prontuario Bursátil y Financiero. México, Cuarta Reimpresión, Editorial Trillas. 1974, pág. 107.

existencia de una serie de empresas emisoras de valores y de intermediarios en el ofrecimiento de compra y venta al público. Los operadores del Mercado de Valores van a ser en primer término las Bolsas de Valores, las cuales se encargan por concesión de negociar en su recinto los títulos y las negociaciones en sus instalaciones mediante mecanismos operativos ágiles.

Actualmente en Costa Rica existen dos Bolsas constituidas: La Bolsa Nacional de Valores S.A. y la Bolsa Electrónica de Valores S.A. La primera de ellas nació gracias a la decisión de un grupo de empresarios afiliados a la cámara nacional de finanzas, inversiones y crédito. Los cuales se unieron con el fin de crear una Bolsa de Comercio, la cual satisficiera las necesidades Bursátiles del país, y así cumpliera con los requisitos establecidos en la legislación. Fue así cuando el cuatro de febrero de 1971 se constituye la Bolsa Nacional de Valores S.A., aunque no fue sino hasta el cinco de septiembre de 1973 que esta sociedad quedó debidamente legalizada, procediendo el once de octubre de ese mismo año a poner en disposición del Banco Central el 60 % de las acciones.

Así fue como esta institución Bancaria ofreció a Venta Pública 30 de estos títulos los cuales fueron adquiridos por la Corporación Costarricense de Desarrollo S.A. (CODESA) pionera en las operaciones bursátiles nacionales. Sin embargo, en 1977, CODESA vendió el 60 % de las acciones a Inversionistas Privados,

dando como resultado que el 100 % del Capital de la Bolsa estuviera distribuido en un 40 % por parte del Estado y un 60 % por parte de sujetos privados.

Por otra parte, al hablar de la Bolsa electrónica de Valores de Costa Rica S.A. cabe indicar que esta fue aprobada por la comisión Nacional de Valores, hoy Sugeval, el día 26 de agosto de 1992. Fue inaugurada el 23 de abril del 1993 y dio inicio a sus operaciones el 26 de abril de ese mismo año. Esta entidad no pretende solamente lograr el impulso de nuestro mercado bursátil, sino además, poner al servicio de sus usuarios una tecnología de avanzada que facilite las incipientes actividades del mercado bursátil costarricense.

A continuación desarrollaremos las experiencias del “Underwriting” presentadas en nuestro país.

### **“EL UNDERWRITING” EN COSTA RICA**

La experiencia en el uso del “Underwriting” en el sistema financiero Costarricense ha sido relativamente escasa, ya que son pocas las empresas que lo han realizado. A continuación procederemos a analizar siete de estos casos de los cuales cuatro han utilizado como “underwriter” a la Corporación Privada de Inversiones(CPI), uno a COFISA Internacional Limitada, otra al Banco Santander (Banco de Naturaleza Española) y finalmente existe un contrato realizado por



medio de San José Valores. Cabe destacar que los “underwriting” realizados por la Corporación Privada de Inversiones han sido ejecutados en la totalidad por la modalidad de oferta pública, es decir, los títulos van a salir al mercado utilizando la Bolsa Nacional de Valores o la Bolsa Electrónica de Valores.

Las empresas que han colocado títulos a través de la Corporación Privada de Inversiones son: ATLAS ELÉCTRICA S.A., la misma lo hizo con una emisión de acciones preferentes en el año 1989, FINCA EL YUNE S.A., misma que llevó a cabo otra emisión de acciones preferentes pero en 1990, DOSEL S.A., la cual emitió acciones con unas y títulos en capital, esto en 1994, LA PRODUCTORA DE CÍTRICOS S.A. (PROCISA), también emitió acciones comunes en 1990. Asimismo cabe señalar que COFISA internacional limitada realizó un “Underwriting” de oferta privada teniendo como fin la construcción del Hotel Camino Real. Hay que destacar que este ha sido el único de los siete casos a analizar en el presente capítulo en el cual se logró la colocación del 100% de los títulos emitidos lo cual se debe, a nuestro criterio, a la forma en que salió al mercado accionario por oferta privada.

Finalmente tenemos que el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) y Durman Esquivel han realizado varias actividades a través de la figura en cuestión. El primero mediante el SANTANDER INVESTMENT negociación que no se llevó a cabo en el mercado nacional, sino en el Europeo y tuvo como fin la

colocación de Eurobonos. En el segundo de los casos se utilizó a San José Valores y tuvo como fin la ubicación en el mercado nacional de acciones preferentes.

En seguida procederemos a realizar un análisis detallado de los alcances de cada uno de los casos señalados:<sup>56</sup>

### **ATLAS ELÉCTRICA**

Esta empresa se estableció en 1961 y representa una de las mayores empresas industriales de Centroamérica en la rama de fabricación de electrodomésticos. Realizó un contrato de “underwriting” en 1989 con la finalidad de reordenar su estructura financiera ejecutando principalmente la cancelación de pasivos financieras a corto plazo, los cuales eran los más onerosos dentro de su estructura de financiamiento. Este hecho se caracterizó por ser la primera vez en el mercado financiero costarricense que se utilizó el “underwriting” para la colocación pública de una emisión de acciones. En ese momento, esta se definió como colocación garantizada, con un plazo de 60 días para su colocación, y el “underwriter” se comprometía a adquirir el remanente de las acciones con un pacto de recompra a los cuatro años.

---

<sup>56</sup> [www.uaca.ac.cr/acta/1998nov/](http://www.uaca.ac.cr/acta/1998nov/)

Los Títulos emitidos se caracterizaron por tener un dividendo fijo y atractivo a la fecha, sobre el valor facial de la acción, pagadero trimestralmente contando con participación en los dividendos comunes que se declaraban, y teniendo todos los derechos de las acciones privilegiadas, inclusive el voto. Estas acciones serían convertidas en acciones comunes a partir del décimo año después de emitidas.

Los accionistas contaban con la posibilidad de vender sus acciones preferentes en un momento determinado y para tal efecto se creó un fondo de liquidez o fideicomiso, en el cual Atlas depositó un 5% del monto emitido.

La colocación fue todo un éxito, aunque al principio el “underwriter” tuvo que comprar el 17% del total de los títulos emitidos.

### **FINCA EL YUNE S.A.**

El Yune S.A. a inicios de la década logró emitir acciones con el propósito de desarrollar un proyecto de macadamia para la exportación. La venta de acciones fue solo de un 2% del total al principio, y el restante 98 % lo adquirió el “underwriter”; se utilizó el denominado “underwriting” de garantía. En esta oportunidad se realizaron todos los estudios de factibilidad económica y viabilidad del proyecto. Se puso a disposición del público el total de la emisión; y el “underwriter” en ese mismo acto se comprometió a comprar la totalidad de las acciones que el mercado no adquiriera en un plazo de 6 meses.

El resultado de esa iniciativa fue por un lado que el Yune S.A. lograra sus expectativas, dado que tuvo acceso al total del dinero requerido con lo cual inició la siembra de macadamia. Pero en lo que respecta al “Underwriter”, debió hacerle frente al riesgo que significaba la no colocación y a la inestabilidad en el rendimiento de dichas acciones.

La experiencia final del presente contrato fue una colocación no significativa de un 60 % del total, lo anterior en oferta pública, asumiendo el colocador el restante 40%. Por lo cual se tomó otra política consistente en tratar de colocar este porcentaje en un mercado secundario, lo cual no dio los resultados esperados.

La justificaciones de tal resultado es fundamentalmente por la desconfianza en el sector agropecuario, por el hecho de que los inversionistas ven en la agricultura un negocio de alto riesgo, al ser una actividad expuesta a los incipientes cambios climáticos, manejo de plantaciones, mercadeo, precios, y la madurez misma del mercado.

## **DOSEL S.A.**

Dosel S.A. es la representante de un proyecto de ecoturismo de la conservación de la flora y fauna, cuyo terreno consta de 354 hectáreas ubicadas

en el distrito de la unión, en Guápiles, y colindante del parque Nacional Braulio Carrillo, el río Corinto y algunas montañas que se extienden hasta las llanuras del atlántico.

Esta empresa realizó un “underwriting” en setiembre de 1993, y los fondos obtenidos se utilizaron para la financiación del proyecto. Se realizó la compra e instalación de un teleférico, construcción de instalaciones de apoyo tales como un centro de visitantes, bar restaurante, tienda de souvenirs, diez cabinas para huéspedes, compra de mobiliario, equipo, y capital de trabajo inicial.

La venta de las acciones se caracterizó por tener dos etapas. La primera de ellas fue una oferta privada y la segunda una oferta pública. El dinero proveniente de los dos paquetes accionarios se depositó en un fideicomiso especial en el cual los inversionistas que poseían las acciones eran los beneficiarios.

En este caso el compromiso del “underwriter” fue al mejor esfuerzo y previo a la operación se realizó un estudio de posibles clientes interesados en tales acciones. Se definió el uso de este tipo de “underwriting” por el giro normal del negocio (turismo), garantizando a la empresa la colocación de un 25% del total emitido pero al final se logró colocar el 100%.

## **PRODUCTORA DE CÍTRICOS (PROCISA)**

La idea de esta empresa fue producir cítricos y vendérselos posteriormente a TICOFRUT (empresa agroindustrial), para su respectivo proceso y colocación en el mercado internacional como jugo congelado de naranja. Se emitieron las acciones para adquirir el capital necesario y así desarrollar su negocio. La emisión se realizó con acciones comunes, las cuales no garantizaban un rendimiento determinado. En esta oportunidad se logró colocar un 30% de las acciones emitidas. A pesar de que tuvieron rentabilidades muy atractivas, tuvieron que competir con otros instrumentos financieros, debido a que en ese momento, se presentó un alza de interés y a la vez eran títulos con un rendimiento mínimo garantizado. El “underwriter” tuvo que adquirir el porcentaje restante ( o sea el 70%).

## **HOTEL CAMINO REAL**

Con relación a este caso es de gran importancia destacar que se logró la colocación total de los títulos emitidos en forma de acciones comunes. A nuestro criterio esto se dio por salir al mercado bursátil mediante una oferta privada, la cual podría considerarse que garantiza en mayor forma la seguridad de venta o colocación del título a emitir. En el presente caso se tomó como “underwriter” a COFISA Limitada y su finalidad fue la construcción del Hotel Camino Real ubicado frente a Multiplaza.

Este caso se caracterizó además por ser muy diferente al de Atlas Eléctrica, antes mencionado, puesto que allí se utilizó para solventar problemas financieros en el presente caso tuvo la finalidad de una expansión y crecimiento acelerado de la Corporación. Para tales efectos y con el objeto de finalizar sus planes de desarrollo, la Corporación Salvadoreña dueña del Hotel, decidió hacer una emisión accionario de cuatro millones de dólares.

El plazo para este caso es de cinco años nueve meses y diecinueve días. Es importante resaltar que la variedad del “underwriting” que se usó en esta ocasión, fue una ocasión de las modalidades en firme, y con base a mayores esfuerzos.

## **INSTITUTO COSTARRICENSE DE ELECTRICIDAD**

Esta ha sido una de las pocas experiencias de empresas de captación de recursos en el mercado internacional, mediante la emisión de títulos. En este caso el ICE colocó en mercados financieros europeos: Madrid, Luxemburgo, Londres y New York, un total de 50 millones de dólares, proceso que resultó exitoso y según indicaciones de la Administración Financiera del ICE no quedó remanente alguno para colocar en nuestro país. Para la captación de estos recursos a través de emisión de títulos, la misma institución analizó tres ofertas para el servicio de “underwriting”: El Banco Santander, Citicorp y BICSA. Sin embargo, la oferta

seleccionada fue la del Banco Santander, bajo el esquema de colocación garantizada y con una emisión del 1.5% sobre el monto de la emisión.

Según el ICE todos los gastos fueron cubiertos por la emisión, con un costo de 250.000 dólares, los títulos fueron emitidos al portador, en montos de: 500 títulos de 10.000 dólares y 900 de 50.000 dólares. En este caso el total de los títulos fue colocado en el plazo de seis meses.

A la hora de la venta de los mismos se tomó como garantía activos del ICE y en cuanto al precio de los bonos comenzaron con una prima de colocación de un 0.0391%.

En el presente caso al hablar de una institución pública autónoma, esta debió realizar algunos trámites extra en el proceso de emisión y a la vez justificar el por qué de la necesidad de buscar fondos en el exterior.

Algunos de estos aspectos necesarios de valoración son:

- a- Justificación de la estrategia de financiamiento ante la Junta Directiva del ICE.
- b- Presentación del Proyecto de Emisión de Eurobonos a los entes regentes de la economía nacional: entre otros el Banco Central y el Ministerio de Hacienda.



- c- Revisión detallada de la documentación de informes del emisor por parte del “underwriter”.
- d- Recopilación de información para el prospecto.
- e- Venta de bonos.
- f- Impresión de bonos definitivos y envió a la agencia fiscal establecida previamente.

Dentro de la justificación de financiamiento se logró recabar lo siguiente:

- 1- Las crecientes necesidades de inversión para llevar a cabo proyectos de desarrollo a largo plazo en las áreas de telecomunicación y energía.
- 2- Flexibilidad en cuanto al uso de una estructura de tasas de interés fijas y fluctuantes, así como en el tipo de moneda en que se emitan los títulos valores.
- 3- Obtención de fondos en forma rápida.
- 4- Oferta a inversionistas en diferentes lugares del mundo por cuanto se venden en un gran número de centros financieros internacionales.

Igualmente es de interés mencionar las funciones principales que desempeñó el Banco Santander como “underwriter”; estas funciones son:

- 1- Sugerir y recomendar la estructura y características de la emisión.
- 2- Revisar la información y preparar el memorando de la misma.
- 3- Evaluar la demanda potencial.

- 4- Asesorar al emisor sobre los mercados internacionales.
- 5- Asegurar el programa de la operación.
- 6- Determinar el momento y llevar a cabo la emisión del eurobono.
- 7- Apoyar el mercado secundario de la misma.
- 8- Colocar y asegurar la presentación de los documentos indispensables a ella.

Finalmente podemos indicar que dentro de los elementos que se incluyeron en el prospecto que debió elaborar el ICE se encuentra la descripción de los antecedentes históricos de la institución, balances de Situación, estados de resultados entorno de la empresa, descripción de la estructura administrativa.

## **DURMAN ESQUIVEL**

Esta empresa realizó un “contrato de underwriting” en el año 1997 utilizando como “underwriter” a San José Valores. En este caso se emitieron acciones preferentes y la modalidad de contrato fue de garantía. Durman Esquivel ha realizado una de las emisiones más grandes respecto a la realización de un contrato de “underwriting”: 1.118.00 millones de colones.

A manera conclusiva del análisis anteriormente realizado de siete de los casos existentes en nuestro país de la realización de un “contrato de underwriting” es importante señalar que existe un elemento caracterizador en ellos el cual es la

necesidad de obtención de capital en una forma rápida por parte de las empresas emisoras de los títulos. Asimismo podemos observar que este contrato puede convertirse en el futuro en una opción fácil y rentable para cualquier institución de obtener liquidez para la realización de proyectos específicos como los antes expuestos.

A continuación procederemos a realizar un cuadro comparativo en el cual se establecen las características principales de cada uno de los casos analizados en las páginas anteriores. Esto a fin de generar una mejor comprensión de sus aspectos primordiales.

**CUADRO PRESENTADO EN FORMA ESQUEMÁTICA DE LOS  
PRINCIPALES DETALLES DE CADA UNDERWRITING**

<b>EMPRESA</b>	<b>ATLAS 1989</b>	<b>EL YUNE 1990</b>	<b>PROCISA 1990</b>	<b>DOSEL 1994</b>	<b>HOTEL CAMINO REAL 1992</b>	<b>ICE 1994</b>	<b>DURMAN ESQUIVEL 1997</b>
<b>Emisión en Millones de Colones</b>	100	21	78.8	140.00	1.000.00	50.00	1.118.00
<b>Motivo</b>	Reconversión Industrial	Producción de Macadamia	Producción de Cítricos	Construcción del teleférico del Bosque	Construcción del Hotel Camino Real	Proyectos de Electrificación y Comunicación	Ampliación y Compra de Plantas en

				Iluvioso			Centroaméri ca y México
<b>Títulos</b>	Acciones Preferentes	Acciones Preferentes	Acciones Comunes	Acciones Comunes y Títulos de capital	Acciones Comunes	Eurobonos	Acciones Preferentes
<b>Característi cas</b>	Participativas, convertibles y dividendo del 15%	Recompra con premio. Dividendo fijo del 15% y variable del 20%	Ninguna característica Especial	Ninguna característica Especial	Acciones Tipo A al 9% de dividendo y recompra a los 5 años y Tipo C de dividendo 4:5% con recompra a los 10 años	Interés del 8.375% pagadero semestralmente y a un plazo de 3 años.	Participativa s sin derecho a voto, opción de recompra o convertibles a los 5 años, dividendo fijo acumulativo rendimiento anual dolarizado del 8%.
<b>Underwriter</b>	Corporación Privada de Inversiones	Corporación Privada de Inversiones	Corporación Privada de Inversiones	Corporación Privada de Inversiones	COFISA	Banco Santander	San José Valores
<b>Modalidad del</b>	Garantizado	Garantizado	Garantizado y al Mejor	Al Mejor Esfuerzo	En Firme	Garantizado	No se Precisó

<b>Underwriter</b>			Esfuerzo				
<b>Tipo de Colocación</b>	Por Oferta Pública	Por Oferta Pública	Por Oferta Pública	Por Oferta Pública	Por Oferta Privada	Por Oferta Pública	Por Oferta Pública
<b>Beneficios</b>	Obtención de los Fondos requeridos, mantener el nivel de endeudamiento y no pago de amortizaciones.	Obtención de los Fondos requeridos y no pago de amortizaciones.	Obtención de los Fondos requeridos y no pago de amortizaciones, ni dividendos fijos.	Obtención de los Fondos requeridos y no pago de amortizaciones ni dividendos fijos, además fortalecimiento del patrimonio.	Colocación del 100% de la emisión, Mayor Privacia, no pago de amortizaciones ni dividendo fijo.	Obtención de los Fondos requeridos, incursión en el mercado internacional y bajo costo del Underwriting.	No se Precisaron Beneficios
<b>Aspectos Negativos</b>	Pérdida Inicial del Control del Resultado.	La Corporación Privada de Inversiones tuvo que suscribir el 62% de la emisión.	Alza de intereses en el momento de la oferta pública.	Inexperiencia en la Construcción del Proyecto.	No se presentaron aspectos negativos.	Limitaciones por el nivel de endeudamiento.	No se presentaron aspectos negativos.

### **III CAPÍTULO**

Como lo hemos analizado en el desarrollo de la presente tesis, el “contrato de Underwriting”, debido a su naturaleza jurídica y características, es un claro ejemplo de un contrato atípico; lo anterior, debido a que no encuentra regulación tanto en su desarrollo como en su ejecución.

A continuación procederemos a analizar una propuesta de regulación creada por parte de la Bolsa Nacional de Valores. De aquí en adelante realizaremos una valoración de dicho planteamiento con la finalidad de determinar las ventajas o desventajas que esta posea.

#### **ANÁLISIS DE LA PROPUESTA DE REGULACIÓN DEL “CONTRATO DE UNDERWRITING” EMITIDA POR PARTE DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES S.A.**

La presente propuesta está conformada por un total de cuarenta artículos, divididos según su contenido en diez títulos; una vez realizado el preámbulo que rodea el análisis a ejecutar, procederemos a ello:

##### **Artículo 3. Asesoría técnica**

Los puestos de bolsa suscriptores podrán brindar el asesoramiento técnico necesario al emisor y podrán colaborar con el diseño, la implementación del título

o valor que mejor se ajuste a las necesidades de la empresa y a las condiciones de mercado. Asimismo podrán apoyar el proceso de registro ante la SUGEVAL, la Bolsa y demás instancias necesarias.

*En el presente artículo se trata de regular los servicios a brindar por parte del “underwriter”, mismos que en la práctica ya se estaban ejecutando; sin embargo, por medio de la presente propuesta, se convertirían en parte de la normativa creada para dicho efecto.*

#### **Artículo 4. Revisión preliminar y carta de intenciones**

Los puestos de bolsa suscriptores, previo a realizar un servicio de suscripción, deberán hacer una revisión preliminar de la empresa emisora interesada en tales servicios. Como resultado de este primer ejercicio, el puesto de bolsa y el emisor deberán convenir en la oportunidad y la conveniencia de recurrir al mercado bajo un esquema de suscripción de emisiones. A partir de esta determinación, el puesto de bolsa y el emisor, deberán establecer en forma complementaria, entre otros aspectos, lo siguiente:

- (a) El tipo de financiamiento que mejor se ajuste a las necesidades de la empresa y a las condiciones de mercado.
- (b) El tipo de título o valor que se emitirá.
- (c) El monto global de la emisión.

- (d) La oportunidad en que se proyecta ofrecer la emisión al mercado.
- (e) El precio aproximado de suscripción.
- (f) Las comisiones y gastos que deberá cubrir la empresa interesada en el servicio de suscripción. Estas comisiones podrán ser establecidas en forma de porcentaje sobre el valor total de la emisión y podrán estar complementadas por el diferencial que se obtenga con base en el precio de compra al emisor y el precio de venta en el mercado secundario, cuando sea aplicable al tipo de servicio de suscripción que se acuerde, al amparo del presente Sistema Operativo.
- (g) El plazo de vencimiento de la operación

Una vez realizada la revisión preliminar, el puesto de bolsa suscriptor presentará al emisor, una carta de intenciones señalando los términos generales de la emisión y de los servicios de suscripción. La carta no constituirá un compromiso de tipo contractual entre empresa y el puesto de bolsa suscriptor. Sin embargo dicha carta de intenciones constituye el entendimiento básico de las partes con relación a la suscripción. El puesto de bolsa suscriptor no tendrá obligación de hacer ninguna gestión adicional para llevar el proyecto adelante, en tanto y en cuanto, el emisor no devuelva al puesto de bolsa copia firmada de la carta de intenciones, en señal de acuerdo preliminar.



El puesto de bolsa suscriptor podrá convenir con el emisor en esta carta de intenciones, que el emisor se abstendrá de aceptar cualquier tipo de ofrecimiento desleal por parte de otro puesto de bolsa, especialmente cuando ello se oriente a hacer uso de los esfuerzos realizados por el puesto de bolsa, para posteriormente mejorar las condiciones de comisiones y costos inicialmente negociados con el emisor.

*Por medio del presente artículo, se pretende, a nuestro criterio, crear formalidades adicionales o inexistentes en este momento a la ejecución del contrato; como a la vez, la figura de la presentación de la carta de intenciones. Puesto que en la actualidad la manera de tramitarse es que el emisor antes de pactar realiza una conversación con el “underwriter” elegido, para determinar así las características del contrato a ejecutar; con la creación de este artículo, se estipula la obligación de ambas partes, de presentar y contestar una carta de intenciones presentada por el otro contratante. Esta situación que podría ser un método de seguridad para las partes, pero en algún momento también podría constituirse en una nueva formalidad o necesidad a la hora de querer crear un contrato de esta naturaleza. Relacionado con la presente situación, se puede observar el artículo doce de la ley reguladora del mercado de valores (Ley 7732):*

*Las emisiones de valores podrán colocarse directamente o por medio de las Bolsas. Sin embargo, en ningún momento podrá darse trato discriminatorio a los inversionistas, en cuanto al acceso o difusión de la información, el precio y las demás condiciones de la emisión, conforme lo precise por Reglamento la Superintendencia.*

## **Artículo 7. Prospecto preliminar**

Una vez elaborado y presentado el Prospecto para su revisión y autorización por parte de la SUGIVAL, el puesto de bolsa podrá hacer uso de una única versión preliminar del Prospecto, con el objeto de ir creando las condiciones necesarias para hacer un esfuerzo sindicado de suscripción de la emisión. Este prospecto deberá ser sustituido por la versión final aprobada por la SUGIVAL.

El prospecto preliminar deberá contener en todas las páginas, en su parte superior la siguiente indicación: "PROSPECTO PRELIMINAR". Estas palabras deberán presentarse en un tamaño de letra más grande que el utilizado para el cuerpo del documento. Asimismo en todas las páginas del prospecto, en su parte inferior, se deberá indicar con letras del mismo tamaño de las del cuerpo del documento, la siguiente leyenda: "Este documento constituye una versión preliminar del prospecto que se encuentra en proceso de revisión por la SUGIVAL, por lo que su contenido puede ser substancialmente diferente al Prospecto Final que apruebe dicho ente regulador.

El suscriptor líder deberá informar por escrito y a más tardar el día hábil siguiente, a la SUGIVAL y a la Bolsa Nacional de Valores, S.A., sobre los puestos que recibirán dicho documento. Todo aquel que tenga conocimiento del prospecto preliminar, deberá sujetarse en todo momento a lo estipulado en los numerales

102 y 103 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y el numeral 35 del Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores, S.A.

*Como fue indicado, el prospecto preliminar exigido en el antes transcrito artículo, constituye otra de las formalidades exigidas por la nueva propuesta de regulación del “contrato de underwriting.” Esta puede asegurar la efectiva y correcta ejecución del contrato, también puede ser perjudicial para las partes, más que todo para el emisor, puesto que se le otorga un plazo perentorio de un único día hábil (plazo que en repetidas ocasiones se utiliza en la presente propuesta) para informar a la SUGIVAL y a la Bolsa Nacional de Valores sobre los puestos que recibirán el prospecto preliminar. Este plazo al ser perentorio según lo establecido en la propuesta, atentaría con el desarrollo normal y la ejecución del pacto, por el hecho de que si no se presenta en ese plazo ya no se podría presentar. Es recomendable que el plazo de presentación de dichos documentos fuera menos riguroso, ya que en este tipo de contratos, lo que ha prevalecido en el transcurso de los años, mediante la costumbre, es el respeto al principio de autonomía de la voluntad de las partes y con esto, dicho principio se estaría limitando, como lo dice el artículo 18 de la Ley General de la Administración Pública:*

*El sujeto privado podrá realizar todo aquello que no se le prohíba.*

*Luego de que este prospecto preliminar ha sido analizado por parte del puesto de Bolsa, pasará a ser el prospecto final, mismo que será distribuido libremente por las partes, y con él se le dará vida al contrato en cuestión.*

#### **Artículo 11. Puesto suscriptor líder**

El puesto suscriptor, cuando opte por la formación de un sindicato de suscripción, podrá realizar cualquier tipo de reunión y contacto con otros puestos de bolsa autorizados para operar en el mercado de valores. Para ello, el puesto suscriptor líder, podrá dar a conocer las condiciones generales de la empresa y de la emisión presentadas a la SUGIVAL dentro del proceso de trámite de registro e inscripción.

El puesto de bolsa deberá abstenerse de presentar cualquier información falsa sobre la empresa o los títulos o valores a emitir, a los demás puestos interesados en participar en el esfuerzo de suscripción. Asimismo, el puesto suscriptor líder deberá procurar dar a conocer toda la información completa que tenga a su disposición, absteniéndose de omitir detalles importantes, hechos o cualquier circunstancia de su conocimiento, que podría hacer variar el precio de mercado de los valores que serían ofrecidos al amparo del presente Sistema Operativo.

*Con relación al presente artículo consideramos que el espíritu de la norma a la hora de la creación del reglamento y propiamente en el presente artículo, era el de regular el procedimiento a realizar en la elaboración y ejecución de un*

*“contrato de underwriting.” En el artículo en cuestión, existe la obligación (se podría decir moral) del puesto de Bolsa de indicarle a los demás suscriptores interesados las condiciones generales de la empresa y de la emisión presentadas a la SUGIVAL dentro del proceso de trámite de registro e inscripción. En dicho artículo, no existe una coercitividad que obligue al Puesto de Bolsa a realizar dicha actividad. Asimismo, no existe una sanción específica para el caso de un eventual incumplimiento de esta obligación.*

#### **Artículo 15. Cláusula de emergencia**

El contrato de suscripción podrá contener alguna cláusula de emergencia, mediante la cual el suscriptor líder acuerda con el emisor, el término anticipado de los alcances del contrato. Lo anterior podrá aplicar, especialmente cuando las condiciones financieras, políticas o económicas afecten de manera importante y adversa el mercado para los títulos o valores que han de ofrecerse.

*Consideramos que este artículo es de gran importancia y novedad en la ejecución del “contrato de underwriting”, porque que le otorga a las partes una mayor seguridad respecto a los posibles resultados que se vayan a dar. Si esta cláusula se hubiese encontrado legalmente instituida desde hace mucho tiempo (desde que se iniciaron los “contratos de underwriting” en nuestro país), se hubiese evitado muchas pérdidas cuantiosas de divisas en la realización de algunos de los contratos existentes en la historia bursátil de nuestro país. A*

*manera ilustrativa, podemos señalar el caso de PROCISA, en el que al momento de salida de las acciones emitidas a oferta pública, se presentó un alza en las tasa de interés. Si esta cláusula se hubiese encontrado dentro del contrato, la Corporación Privada de Inversiones, no habría tenido que adquirir el 70 por ciento de sus acciones, sino que el contrato se hubiese dado por terminado antes de ello. Con lo cual se pudo haber garantizado la finalidad de este y todos los “contratos de Underwriting”, obtención de liquidez por un lado, y colocación de la totalidad de la emisión por otro lado.*

#### **Artículo 17. Arbitraje y garantías**

El emisor y el puesto de bolsa tienen la obligación de cumplir en todo momento con lo estipulado en el Contrato de Suscripción. Para la resolución de las diferencias surgidas por incumplimientos de este contrato, las partes podrán de común acuerdo, sujetarse a una cláusula compromisoria para acudir a un proceso de arbitraje.

Si las partes establecen la posibilidad de acudir a un proceso de arbitraje, podrán también acordar un aporte de garantías, como protección de algún incumplimiento y que serán ejecutadas de acuerdo a lo que se establezca en el proceso de arbitraje.

*Con relación a la posibilidad de incluir dentro del contrato una cláusula de arbitraje asentimos en su totalidad. Sin embargo, en el segundo párrafo, se indica que las partes pueden acudir a un proceso de arbitraje, y si lo hacen, podrán acordar un aporte de garantías, como protección del incumplimiento de alguna de las partes, pero, que pasaría si las partes no acordaran acudir a arbitraje, ¿no habrá entonces garantías de cumplimiento?. Con relación a este punto, consideramos que siempre deben existir garantías, máxime por el tipo de contrato al cual nos referimos, dado que por lo general tienen como fondo emisiones millonarias, y por ende, debe protegerse al máximo a los sujetos participantes en él de cualquier acto sobreviniente que perturbe la correcta ejecución del mismo.*

#### **Artículo 20. Indemnización**

La empresa emisora deberá indemnizar a los suscriptores por cualquier responsabilidad y gastos provenientes de información falsa u omisión de dar a conocer los hechos relevantes que afecten el giro normal de la empresa.

*Hemos mencionado la necesidad imperiosa de que en el cuerpo del contrato se establezcan claramente las actuaciones a efectuar por cada una de las partes en caso de un eventual incumplimiento de la otra. Esto debido a que el contrato por su propia naturaleza no es por un monto insignificante y por ende debe existir una garantía para las partes que participan en su realización. A la vez, más que una simple garantía pecuniaria, deben existir mayores tipos de*

*coercitividad, a tal grado que las partes puedan llegar a agotar todas las vías posibles, inclusive la vía penal o en su defecto, la arbitral.*

*Con relación a esto, nos encontramos con el artículo 630 y 632 del Código Civil Costarricense, en los cuales se establece, cuando una obligación es ineficaz, y cuales son las fuentes de una obligación respectivamente.*

*Asimismo, como resultado de cualquier tipo de incumplimiento que se dé, vamos a tener el punto de los daños y perjuicios, los cuales deben determinarse según los artículos 702, 704 y 707 del Código Civil, en estos se establece que el sujeto que falte al cumplimiento de su obligación, sea en su sustancia, o en el modo, será responsable, por el pago de daños y perjuicios ocasionados en forma directa e inmediata por el acto productor del incumplimiento. Esta responsabilidad prescribirá con la obligación cuya falta de cumplimiento la produce; o sea, una vez satisfecha la obligación, la posibilidad de exigir daños y perjuicios desaparece.*

### **Artículo 23. Modalidades de suscripción**

Los puestos de bolsa interesados en desarrollar servicios de suscripción de emisiones, podrán realizarlo bajo las modalidades de "en firme", "a mejor esfuerzo" y "de garantía", definidas en el artículo 2 de este sistema operativo.



*Por medio del presente artículo, se regulan de forma expresa, la existencia de los tipos de “underwriting”: en firme, de garantía, y de colocación al mejor esfuerzo. Sin embargo, no se analiza la existencia o no de la figura del “Underwriting” conocida en la Doctrina y Jurisprudencia Internacional, como el “Underwriting” Todo o Nada. Esto al considerar, que dicha modalidad es como un sub - tipo de la modalidad de mejores esfuerzos. Lo anterior sin darle importancia a los criterios emitidos por los diferentes autores, los cuales lo establecen como un tipo autónomo e independiente. Con relación a la presente situación, según información suministrada por la Superintendencia General de Valores, SUGIVAL, dicha entidad no considera existente la figura del “Underwriting” en Mejor Esfuerzo, no de una manera taxativa, sino que presupone el caso de que el mercado bursátil de nuestro país posee la versatilidad para manejar actualmente tal figura. Además, tal como se ha mencionado, en doctrina recabada esta figura posee ciertas ventajas más que todo para los “Underwriters”, los cuales tienen la obligación de colocar toda la emisión, o devolver la totalidad de la misma, siendo la verdadera posición de la SUGIVAL que esto sería a la vez innecesario , ya que sería igual que una simple colocación de títulos o valores en la Bolsa. Hemos de señalar que aunque nuestro Mercado Bursátil ha sido empírico en su forma de manejar todo tipo de acciones (más que todo por el rango de popularidad de las empresas), la figura del “Underwriting” Todo o Nada se caracterizaría principalmente por ofrecer una ayuda a ciertas empresas que, aunque pudieran contar con una gran cantidad de patrimonio y grandes posibilidades de emitir*

*cualquier tipo de títulos o valores, no contarían con la popularidad suficiente, para emitir una emisión exitosa dentro de la Bolsa.*

## **Artículo 27. Relaciones patrimoniales**

Los puestos de bolsa no podrán hacer suscripciones en firme sobre montos que, en conjunto con otras suscripciones en firme o garantizadas que estén realizando en forma simultánea, sobrepasen las siguientes relaciones:

### **Títulos de Deuda:**

Clasificación AA (o su equivalente bajo otra escala de clasificación): una relación de once a uno sobre la base del patrimonio del puesto de bolsa.

Clasificación A (o su equivalente bajo otra escala de clasificación): una relación de nueve a uno sobre la base del patrimonio del puesto de bolsa.

Clasificación B (o su equivalente bajo otra escala de clasificación): una relación de siete a uno sobre la base del patrimonio del puesto de bolsa.

Queda desautorizada la realización de ofertas de suscripción en firme sobre emisiones de deuda cuya clasificación de riesgo sea de C, D o cualquier escala inferior que se llegará a determinar. Lo anterior aplica a su vez para los valores equivalente bajo otra escala de clasificación.

En caso de que los puestos de bolsa que realicen suscripción en firme o garantizada sobre una emisión cuya calificación de riesgo disminuye para ubicarse en C (o su equivalente bajo otra escala de clasificación) o por debajo de este nivel; deberán realizar un ajuste a su patrimonio, cuando sea necesario, para que la proporción de valores en cartera no superen una relación de tres a uno respecto al patrimonio.

La Bolsa también aceptará el aporte de garantías por el monto que el puesto de bolsa mantenga de los valores en exceso, respecto a la relación anterior. El tipo de garantías aceptadas por la Bolsa se determinará por la vía de circulares.

#### **Títulos Accionarios:**

Una relación de once a uno sobre la base del patrimonio del puesto de bolsa. El monto del nivel de cobertura será determinado en función de la cuota de suscripción que el puesto se haya comprometido a distribuir en firme.

Los puestos de bolsa podrán optar por la creación de garantías adicionales, tales como seguros, fideicomiso de los valores, entre otros, para limitar su exposición al riesgo. En estos casos, las garantías adicionales serán sumadas a la base del patrimonio para el cálculo del monto máximo a suscribir por puesto.

El monto del nivel de cobertura será determinado en función de la cuota de suscripción que el puesto se haya contribuido a distribuir en firme.

Cuando alguna emisión que un puesto suscriptor haya adquirido bajo el cumplimiento de un contrato de suscripción con un emisor, sufra un deterioro en la clasificación de riesgo otorgada por una entidad autorizada; el puesto suscriptor deberá, en los quince días hábiles bursátiles posteriores al anuncio de la clasificadora, ajustar la base de cobertura patrimonial o de garantías adicionales de acuerdo a los términos que señala el presente artículo. Lo anterior aplicará sobre el monto de la emisión que el puesto aún mantiene en existencias.

*Por medio del presente artículo lo que se pretende regular es el campo de acción de los “contratos de underwriting” en su modalidad en firme y de garantía puesto que se establecen máximos y mínimos que se deben tomar en consideración a la hora de realizar una suscripción de títulos valores; asimismo se establece el hecho de que la Bolsa Nacional de Valores posee la potestad de modificar dichos parámetros mediante circulares y que además puede establecer los posibles tipos de garantías a incluir dentro de los diferentes contratos por medio también de circulares.*

## **Artículo 29. Otros intermediarios**

Una vez finalizado el período de suscripción de mejor esfuerzo, el emisor podrá optar por poner a la venta, los títulos o valores a través de otros intermediarios. No obstante, en ningún caso podrá el emisor alterar las condiciones faciales de los títulos que componen la emisión.

*En este artículo se estipula claramente la posibilidad de que el emisor opte (inclusive en los casos que así sea necesario) por colocar los títulos sobrantes a través de un segundo “underwriter”; o asea a través de otras entidades. Sin embargo, deberán respetarse las condiciones establecidas en forma inicial por parte de la entidad emisora de los títulos valores.*

## **Artículo 31.**

Los puestos de bolsa interesados en ofrecer servicios de suscripción de garantía, deberán en todo momento apearse a los mismos límites patrimoniales y de garantías adicionales definidos para la suscripción en firme, en el artículo 27 del presente Sistema Operativo. En este caso el límite patrimonial o las garantías aportadas aplicarán desde el momento de la firma del contrato, y se calculará sobre el monto que se compromete a suscribir en la fecha de cierre. Sin embargo, conforme el suscriptor vaya vendiendo la emisión podrá ir haciendo ajustes sobre

los montos de garantía o de patrimonio en exceso, con relación a los saldos no colocados aún en propiedad del puesto.

Al igual que para las suscripciones en firme, queda desautorizada la realización de ofertas de suscripción de garantía sobre emisiones de deuda cuya clasificación de riesgo sea de C, D o cualquier escala inferior que se llegara a determinar. Lo anterior aplica a su vez para clasificaciones equivalentes bajo otra escala de clasificación.

*Hemos escogido este artículo con relación a los ajustes que este Reglamento prototipo permite sobre los montos de garantía o de patrimonio en exceso, con relación a los saldos no colocados aún en propiedad del puesto. Es por esto considerado que si bien por medio del presente contrato se está creando una regulación expresa, muchos de los aspectos considerados como principales del mismo, van a quedar a la determinación de las partes. O sea, que aunque esté expresamente regulado el procedimiento para la ejecución del mismo, en cuanto a su constitución privará siempre la autonomía de las partes. Sin embargo, aunque en este contrato prevalece el principio antes mencionado, debe tenerse en cuenta que aspectos importantes que puedan afectar la naturaleza jurídica del mismo no se deben dejar al azar. Tal como los ajustes que se puedan realizar en cualquier tipo de monto acordado por las partes, ya que debe existir una base concreta que sustente el respectivo ajuste. De lo contrario se crearía una incerteza jurídica, y se*

*estaría aplicando una forma abusiva del derecho; al momento de señalar la forma en la cual se cobre dicho ajuste.*

### **Artículo 33. Términos y condiciones suscripción en firme**

Para las suscripciones en firme, en la oferta pública, se indicará los términos y condiciones bajo los cuales los títulos o valores que conforman la emisión serán ofrecidos, por los puestos suscriptores, en el mercado secundario organizado por las Bolsas de Valores.

### **Artículo 34. Términos y condiciones suscripción a mejor esfuerzo y de garantía**

Para las suscripciones a mejor esfuerzo y de garantía, en la oferta pública se indicará los términos y condiciones bajo los cuales los títulos que conforman la emisión serán ofrecidos, por los puestos suscriptores, en el mercado primario organizado por las Bolsas de Valores.

*A nuestro criterio, con la creación de estos dos artículos, se estaría efectuando un abuso del derecho por parte de la Bolsa Nacional de Valores. Debido a que se limitaría la voluntad de las partes contratantes al establecer que si se genera un “Underwriting” en firme solo podría salir al mercado secundario, y por otro parte, si se emite un “Underwriting” de Garantía o Mejores Esfuerzos, se sacaría a un Mercado Primario. Siempre se ha sabido, que un contrato es válido*

*desde el momento en el cual hay acuerdo de voluntades, y por ende, consideramos no aplicable esta diferenciación existente entre el mercado primario y el mercado secundario, ya que dentro de los requisitos para la constitución del “contrato de Underwriting”, tenemos el procedimiento mediante el cual van a salir a la oferta, sea pública o privada, y dentro de estos requisitos o elementos, tenemos la determinación de a cuál mercado van a salir los mismos. Asimismo consideramos que si el “contrato de Underwriting”, en el transcurso de la Historia tanto Nacional como Internacional, se ha regulado por medio de la voluntad de las partes, sería inaceptable el hecho de que en este momento se le limite la salida al mercado, por lo TANTO creemos que estos dos artículos deberían estipularse como uno solo el cual recomendaríamos que incorporara los tres tipos o modalidades de “Underwriting”, y deje abierta a su vez, la determinación de cual mercado saldrán los títulos emitidos, sea primario o secundario. Cabe destacar que en el artículo 135 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, se estipula que las entidades que custodien valores deberán cumplir con las normas que establezca la SUGEVAL para facilitar la circulación de los títulos valores, de acuerdo a las necesidades de los Inversionistas. Por ende, si el inversionista tiene como necesidad que sus títulos salgan a un mercado primario, esto deberá efectuarse, sin importar el tipo de “Underwriting” que se realice. Lo importante será la finalidad con la cual se creó el mismo.*



### **Artículo 37. Corresponsalía**

Los puestos de bolsa suscriptores podrán realizar esfuerzos de colocación de los títulos o valores de emisión nacional, en otros mercados internacionales. Para ello, el puesto podrá establecer relaciones de corresponsalía con puestos o casas de bolsa miembros de otras bolsas de valores, con el objeto de contribuir en los procesos de distribución de valores nacionales.

En estos casos la operación bursátil, se registrará en el mercado en el que se encuentra registrado el puesto o la casa de bolsa corresponsal. El puesto de bolsa suscriptor deberá asegurar que la entrega de los títulos o valores al puesto corresponsal, no se llevará a cabo hasta tanto la liquidación de los fondos no se haya confirmado por una institución bancaria costarricense.

El puesto de bolsa local, podrá en el acuerdo de corresponsalía, acordar con su contraparte internacional; el depósito de los títulos o valores que se negocien al amparo del presente Sistema Operativo, en entidades autorizadas para la custodia de títulos o valores.

*Con este artículo, se les está otorgando a los puestos de Bolsa Nacionales, o a los sujetos que actúen como “Underwriters”, la posibilidad de actuar en el Mercado Internacional. Esto permite una apertura importante en nuestro comercio bursátil, puesto que tendremos incluso la posibilidad de pactar desde un primer*

*momento dicha situación. O sea que se colocará la emisión en nuestro mercado y en caso de excedentes, que se colocasen en el extranjero o viceversa, con lo cual virtualmente se podría garantizar la colocación del cien por ciento de los títulos y por ello, el contrato sería totalmente eficaz y no como lo hemos visto en la práctica, en donde en algunos casos, se ha logrado colocar un cuarenta por ciento del total de la emisión.*

Luego de haber realizado el análisis de esta propuesta de reglamentación, emitida por parte de la Bolsa Nacional de Valores S.A., llegamos a la conclusión de que si bien contiene una serie de posibles regulaciones (necesarias) para el “contrato de Underwriting”, creemos que este se limita a los aspectos formales que deben cumplirse a la hora de preparar y realizar un contrato de “Underwriting”. Pero no toma en consideración elementos de fondo que son importantes e indispensables regular tales como los sujetos que pueden funcionar legalmente como “Underwriters”, sus características y principales obligaciones tanto ante la empresa emisora, como los sujetos suscriptores, e instituciones que puedan realizar un control sobre la ejecución de este reglamento, así como las sanciones imponibles a quienes lo incumplan. Este reglamento de ser aprobado tal y como se encuentra, no serviría de mucho, puesto que lo único que haría es reglamentar algo que siempre ha existido mediante la costumbre comercial y bursátil (no muy amplia en nuestro país), como lo son las formalidades a la hora de realizar el contrato.

Todos los cuerpos normativos existentes, tales como el Código Civil, Código de Comercio, Código Penal, entre otros, comentan en primeramente los elementos sustantivos que pretenden regular. Posteriormente realizan un análisis procedimental y finalmente inicia la parte regulatoria de fondo, que consistiría en establecer el carácter imperativo de dicho cuerpo. Esto por medio de sanciones o incluso prohibiciones a la hora de actuar.

Sin embargo, es también importante analizar, el motivo por el cual se debe o no se debe regular el presente contrato, sea mediante un reglamento, una directriz, o sencillamente mediante una circular. La pregunta en cuestión dentro de nuestro trabajo es, ¿necesita un contrato como el “underwriting” regulación dentro de nuestra legislación bursátil?, y si la necesita ¿qué elementos se deben reglamentar mediante una norma?, la respuesta no es sencilla, ya que nos encontramos en una paradoja. Si le ofrecemos regulación al contrato, ¿cómo podremos encasillarla sin limitar los alcances del mismo?. Ha quedado demostrado que la propuesta de regulación por parte de la Bolsa Nacional de Valores S.A. no es la adecuada, porque limita a las partes en cuanto a su voluntad, estableciendo requisitos e incluso plazos perentorios muy peligrosos, puesto que podrían atentar contra la validez y la ejecución del contrato. Por otro lado, si al contrato no le ofrecemos regulación, podríamos caer en el supuesto de un abuso del mismo, puesto que esta figura se prestaría para ilegalidades, como

lo establece el artículo 18 de la Ley General de Administración Pública, los sujetos privados pueden hacer todo aquello que no les esté expresamente prohibido por la Ley (principio de autonomía de la voluntad de las partes), por lo que si el presente contrato no está regulado mediante algún cuerpo normativo, estaríamos frente a un vacío legal. Vacío que consideramos debe irse llenando con el transcurso del tiempo por medio de circulares, reglamentos, boletines, entre otros. Además de regular el contrato, estos mecanismos también irán creando conciencia en el sujeto de lo que se puede y no se puede realizar en el mismo, situación con la cual crearíamos una conciencia socio-legal de éste, y manteniendo el ideal de que la forma de este contrato se encuentra ya regulada por la costumbre internacional. Es en el fondo donde se le debe prestar mayor cuidado y atención, ya que así las partes sabrán cuáles son sus derechos y deberes dentro del contrato así como las obligaciones recíprocas de las partes a la hora de realizar este contrato.

### **VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA UTILIZACION DEL “CONTRATO DE UNDERWRITING” EN NUESTRO MERCADO BURSATIL**

El análisis de las ventajas que ofrece el “Underwriting”, posee un íntima relación con el estudio de la naturaleza jurídica y económica de este contrato atípico, puesto que es un instrumento financiero, mediante el cual se puede lograr una paulatina canalización de recursos, hacia las actividades productivas, pero ello depende de la existencia o no de un adecuado mercado de capitales.

El “Underwriting”, como operación financiera que es, facilita el acceso a la empresa emisora al mercado de capitales, con la meta de obtener su fin mediato o inmediato.

A continuación, presentamos a nuestro criterio, las ventajas, desventajas y obstáculos propios, de la realización de un contrato de “Underwriting” en nuestro mercado.

## **VENTAJAS**

1. La posibilidad de incrementar el desarrollo económico del país, a través del aumento del ahorro nacional.
2. Mayor movilidad de acciones (o al menos de los títulos emitidos en el contrato, el cual dependiendo de su categoría, puede variar).
3. Una fuente de financiamiento a largo plazo, rápido y seguro, para las empresas que así lo necesiten.
4. Altas posibilidades para las empresas de garantizarse los recursos, dependiendo del “Underwriting” y el “Underwriter” que elijan.
5. Una forma de fomentar una cultura financiera y bursátil de largo plazo en los inversionistas de nuestro mercado interno.
6. Una mayor variedad de instrumentos que les permitan a los inversionistas reducir los riesgos de la cartera.

7. Exposición clara, actual, y veraz, para la toma de decisiones por parte de los agentes económicos, lo que permite una mayor claridad en el mercado.
8. Aumento del número de oferentes o inversionistas en el mercado interno al presentarse acciones cada vez más llamativas.
9. Esta figura podría promover el desarrollo del mercado accionario, sobre todo el mercado primario, pero para ello es necesario darle una mayor publicidad a este mecanismo.
10. Se trata de enseñar a los empresarios nacionales, a no fomentar la creación de sociedades de naturaleza privada, que se financian nada más que a través del endeudamiento, ya que con ello se eliminan las inversiones a largo plazo, y estas son necesarias para el crecimiento del país.
11. Este método es un medio idóneo para la suscripción y distribución de acciones emitidas y con ello se obtiene el financiamiento.

#### **DESVENTAJAS Y OBSTÁCULOS:**

1. La necesidad de un mayor desarrollo de la Banca de Inversión en nuestro país; hecho que en los últimos años, ha presentado un gran crecimiento, lo cual garantiza el acceso, en el futuro a esta figura.
2. Un escaso desarrollo del mercado accionario nacional, con poca movilidad de acciones y empresas participantes.
3. Falta de mayores incentivos para las acciones.

4. Falta de entidades financieras dispuestas a asumir riesgos de colocación de títulos o acciones en masa

## CONCLUSIONES

Una vez analizados el fondo y la forma del contrato, procedemos a establecer una serie de conclusiones que consideramos han sido obtenidas como resultado de anteriores discusiones, entrevistas, y diversos análisis de la figura del “Underwriting.”

- a) Vista la naturaleza de nuestro mercado de capitales, y la legislación que lo regula, además de la cultura bursátil que nos rodea, en la cual la tendencia es invertir en instrumentos a corto plazo. Creemos que el “Underwriting” podría tener un gran futuro en el medio, si es bien preparado y realizado por las partes. Dado que es un contrato muy seguro, y puede desarrollarse en grandes emisiones, lo que significa que las partes intervinientes van a estar seguras de lo que se realiza.
  
- b) El “contrato de Underwriting” es un método seguro y considerablemente rápido para obtener capital, porque según se ha demostrado con los ejemplos existentes del mismo en nuestro país, se ha logrado en su mayoría, el fin primordial del mismo (prefinanciamiento), el cual ha permitido a la empresa emisora ejecutar las actividades para las cuales consintió el contrato.



- c) Este contrato ha sido de gran importancia para el fortalecimiento y madurez de nuestro mercado accionario, puesto que se tiene como elemento principal la emisión de Títulos y Valores de gran interés para los Suscriptores, o para cualquier sujeto que quiera invertir en el mercado de Capitales, sea Primario o Secundario. Con lo cual se contribuye en la consolidación tanto de la Bolsa Electrónica de Valores, la Bolsa Nacional de Valores S.A. y demás “Underwriters” en dicha actividades para la realización de este Contrato.
- d) En Costa Rica, tanto el mercado de capitales como el accionario, no presentan un alto nivel de desarrollo, debido a la represión financiera existente permitiéndose así la existencia de la tendencia de transmitir títulos de deuda del Gobierno y no otros instrumentos financieros.
- e) La falta de leyes que incentiven al mercado de capitales, específicamente el accionario, ha generado distorsiones en el mismo, haciendo más atractivo el financiamiento con deuda (préstamos), y no un prefinanciamiento, como el que produce el “Underwriting”, En tal caso este significaría un alto costo inicial debido a la emisión de los títulos. Sin embargo este también podría convertirse en un escudo fiscal que genera el pago de intereses sobre préstamos.

- f) La viabilidad del “Underwriting” a nivel internacional para proyectos nacionales parece ser poco factible, dadas las características del propio mercado, debido a que requiere emisiones superiores a los 50 millones de dólares. Sin embargo, como lo observamos, el Instituto Costarricense de Electricidad ya incursionó en dicho plano, mediante la emisión de eurobonos, que colocó en el extranjero por medio de Santander Investment (Banco Santander). Así tenemos que el mismo desarrollo del contrato y su respectiva incursión en el mercado irán abriendo la senda para que este en el futuro se pueda realizar sin limitaciones tanto en el mercado interno como en el externo.
- g) Las experiencias de este contrato en Costa Rica han determinado la posibilidad de utilizar esta figura financiera a nivel tanto local, como internacional. Sus mejores éxitos se han presentado en la rama de servicios y de desarrollo industrial.
- h) Se ha dislucidado el hecho de que es más segura una colocación de títulos en oferta privada que en oferta pública. Esto porque en la primera se tiene casi segura, la colocación, ejemplo de ello tenemos el “underwriting” realizado por el Hotel Camino Real, el cual se colocó el cien por ciento de los títulos desde el comienzo.

- i) No existe una regulación que establezca típicamente el contrato de “underwriting” y su respectiva regulación, la creemos necesaria, sin embargo, no podemos desarrollarla en una forma apresurada, implementando la planificación de cuerpos normativos, sin una total preparación, tal como lo es la propuesta de regulación emitida por la Bolsa Nacional de Valores S.A., analizada en páginas anteriores.
- j) La autonomía de la voluntad de las partes es esencial para el surgimiento y el éxito de cualquier contrato atípico legalmente, puesto que su contenido va a encontrarse limitado al acuerdo de las partes. Es por esto, que encontramos que el Reglamento propuesto emitido por parte de la Bolsa Nacional de Valores S.A. no es adecuado ni correcto en su forma de interpretar las obligaciones, ya que las distorsiona al establecer requisitos y formalidades que podrían considerarse como abusos de derecho, estableciendo plazos perentorios mínimos o muy cortos y aún así en su forma de redacción, permite la confusión y a la vez afecta la naturaleza jurídica del contrato, limita el uso del mismo en el mercado Primario o Secundario (esencialmente el “Underwriting” es un contrato preferible para mercado Primario, esto según el criterio emitido por parte de la misma SUGIVAL) según sea de diferente tipo de “Underwriting” que se utilice.

Como lo hemos expuesto en las conclusiones el “contrato de Underwriting” posee un gran futuro en nuestro mercado accionario-bursátil y se ubica como una de las posibles formas de obtención de divisas por parte de las empresas. Esto por medio del prefinanciamiento que se da como su resultado inmediato; y por esta importancia debemos reglamentarlo pero esta regulación debe ser completa y satisfactoria para efectos legales y sociales.

## RECOMENDACIONES

Creemos de importancia realizar una serie de recomendaciones que se deben tener en consideración respecto al contrato de “Underwriting”:

- El uso de este instrumento es recomendable para proyectos cuya recuperación de capital es a largo plazo. Tal es el caso de proyectos forestales, plantas hidroeléctricas, es decir, proyectos con altas rentabilidades pero con dificultad para obtener de la Banca total el financiamiento requerido mediante instrumentos normalmente utilizados, por ejemplo el crédito hipotecario.
- Se debe buscar la forma de colocar las emisiones no sólo en el mercado local pues pueden llegar a saturar el mismo a largo plazo, puesto que es muy reducido.
- Es necesario crear en el empresario una mentalidad financiera diferente, el principio de esto es el desarrollo de un mercado bursátil que posea una mayor cantidad de instrumentos que le permitan obtener el prefinanciamiento requerido.

- La mentalidad del mercado de valores debe cambiar para permitir mayores libertades en la elaboración y ejecución del contrato. Lo anterior claro sin afectar su naturaleza jurídica y adecuándose a la realidad bursátil de nuestro país para así no afectar aspectos de fondo en las relaciones de las partes contratantes.
  
- Implementar el fortalecimiento de la cultura de empresas familiares, las cuales creen que con la venta de una parte de sus acciones perderán el poder sobre ella y no saben que con dicha actuación limitan, el crecimiento de su actividad y limitan el propio mercado financiero el cual cambia cuando debe hacerlo, "mutatis mutandi".
  
- Iniciar un sistema de información y regulación apoyado en circulares reglamentos y otros mediante los cual se vaya fortaleciendo la cultura de inversión a largo plazo ( durante un período aproximado de cinco años como mínimo) en el mercado accionario costarricense con lo cual indirectamente estaríamos fortaleciendo e implementando el “contrato de Underwriting” en sus aspectos de fondo.
  
- Fomentar la expansión del mercado accionario costarricense a fin de abrir paso al “contrato de Underwriting” en el mismo y con ello incentivar

su elaboración por parte de nuestros empresarios a fin de obtener el prefinanciamiento que necesiten.

## BIBLIOGRAFÍA

### LIBROS

- ALCARAZ, VARO ENRIQUE y HUGHES BRIAN. Diccionario de Términos Jurídicos. Inglés- Español. Segunda Edición, Editorial Ariel, S.A., Barcelona, 1994
- ARRUBLA, PAUCAR JAIME A. citado por ALFARO MAYKALL MILENA y BONILLA QUESADA ARNALDO, 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 para optar al grado de licenciatura en Derecho, Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, 1993
- ARRUBLA, PAUCAR JAIME A. Contratos Mercantiles .Tomo II, Segunda Edición, Biblioteca Jurídica, 1992
- BAUDRIT, CARRILLO DIEGO, Teoría General del Contrato, San José, 2ª Edición, 1990
- BOLLINI, SHAW CARLOS Y BONEO VILLEGAS (EDUARDO J.). Manual para Operaciones Bancarias y Financieras. Buenos Aires, Abeledo Perrot, Tercera Edición Actualizada, 1979
- BONEO, VILLEGAS EDUARDO y BARREIRA DELFINO EDUARDO. Contratos Bancarios Modernos. Abeledo - Perrot, Buenos Aires, Argentina, 1994
- COMISION NACIONAL DE VALORES. Condiciones para calificar como Sociedad Abierta. Colombia, Boletín, año 4, Volumen 4, Número 4, 1986
- CORTINA, ORTEGA GONZALO, Prontuario Bursátil y Financiero. México, Cuarta Reimpresión, Editorial Trillas. 1974
- DOWNES JOHN y JORDAN GOODMAN ELLIOT. Dictionary of Finance and Investment Terms. London, New York, Barron's , Financial Guides, 2000
- GHERSI, CARLOS ALBERTO. Contratos Civiles y Comerciales. Tomo 2, Buenos Aires, Editorial Astrea, 2da edición, 1992



- GIL, PACHECO RUFINO. Ciento Cinco años de Vida Bancaria en Costa Rica. Editorial U.C.R., 1962
- HAYDEN, QUINTERO, WILLIAM. ¿Qué es y qué hace la Bolsa Nacional de Valores?. San José, Bolsa Nacional de Valores, 1982
- LIPMAN, FREDERICK. Going Public Everything You Need to Know to Turn a Private Enterprise into a Publicly Traded Company. Prima Publishing, Rocklin, Ca, 1994
- PEREZ, VARGAS VICTOR. Derecho Privado. San José, Costa Rica, Segunda Edición, Litografía e Imprenta Lil, S.A., 1990
- RODRIGUEZ, BEER SOFÍA. El Contrato de Underwriting como Mecanismo para Impulsar el Mercado Accionario. Tesis de graduación para optar por la licenciatura en Derecho, San José, Universidad Escuela Libre de Derecho, 1997
- RODRIGUEZ, RODRIGUEZ JOAQUIN. Tratados de las Sociedades Mercantiles. México, Volumen 1, Editorial Porrúa, 1981
- SCHNEIDER, CARL W., MANKO JOSEPH and KANT ROBERT S. Going Public Practice, Procedure and Consequences. New York, 1997
- Seminario de “Securities Underwriting”. Presentation to “International Institute for Securities Market Development”. Remarks of Jay P. Hartig of Price Waterhouse, LLP, Washington, 1996
- TOBOADA, G. JORGE, GÓMEZ A. CARLOS Y ILANO ENRIQUE. Funciones Económicas y Financieras del mecanismo de Underwriting. Revista de Derecho Privado, Colombia
- URIBE, ARANGO ANDRÉS. Revista “Doctrinas y Conceptos”. Superintendencia de Valores, República de Colombia, Santa Fe de Bogotá, 1995
- VILLEGAS, CARLOS GILBERTO. Compendio Jurídico, Técnico y Práctico de la Actividad Bancaria. Editorial Depalma, Segunda reimpresión, Buenos Aires, 1989

## FOLLETOS Y REVISTAS

- CERTAD, MAROTO GASTON. Reflexiones sobre el Mercado de Valores Costarricense: La difusión del accionario. Revista Judicial Número 41, Junio 1987
- Folleto "El ABC de Bolsa". BN Valores, Puesto de Bolsa, S.A.
- LEÓN, ALVARADO LUIS FERNANDO, El Contrato de Underwriting. Revista Judicial, Costa Rica, Años XXIII; N°77, Marzo, 2001

## PÁGINAS DE INTERNET

- [www.capitales.com](http://www.capitales.com)
- [www.ccbvq.com/bolsa/html/centroinfo/tripticos/underwrite.html](http://www.ccbvq.com/bolsa/html/centroinfo/tripticos/underwrite.html)
- [www.derechocomercial.edu.uy/RespContUnderw01](http://www.derechocomercial.edu.uy/RespContUnderw01)
- [www.derechocomercial.edu.uy/respcontundrw01.htm](http://www.derechocomercial.edu.uy/respcontundrw01.htm)
- [www.popularvalores.com](http://www.popularvalores.com)
- [www.uaca.ac.cr/acta/1998nov/](http://www.uaca.ac.cr/acta/1998nov/)
- [www.uaca.ac.cr/acta/1998nov/hfonseca.htm1](http://www.uaca.ac.cr/acta/1998nov/hfonseca.htm1)

## CÓDIGOS Y LEYES

- CÓDIGO CIVIL COSTARRICENSE, Investigaciones Jurídicas, San José Costa Rica, 1998
- CODIGO DE COMERCIO COSTARRICENSE, Investigaciones Jurídicas, San José Costa Rica, 2000

- LEY ORGÁNICA DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA, Investigaciones Jurídicas, San José Costa Rica, Ley Nª1552, 1999
- LEY ORGANICA DEL SISTEMA BANCARIO NACIONAL, Investigaciones Jurídicas, San José Costa Rica, 1999
- LEY REGULADORA DEL MERCADO DE VALORES Y REFORMAS AL CODIGO DE COMERCIO, Investigaciones Jurídicas, San José Costa Rica, 2001