

Financiación Empresaria y Contrato de *Underwriting*

Fernando Martínez Zuviría

1. Introducción [\[arriba\]](#)

Trataremos sucintamente la estructura, finalidad y funcionamiento del contrato de *underwriting*⁽¹⁾. A tal fin, abordaremos sus aspectos teóricos, tomando como bases la legislación, doctrina -nacional e internacional- y las costumbres comerciales, para luego analizar un caso recientemente resuelto por la Comisión Nacional de Valores (CNV), observando así su desenvolvimiento en la realidad negocial.

2. Desarrollo [\[arriba\]](#)

I) Marco Teórico [\[arriba\]](#)

El contrato de *underwriting* es superficialmente tratado por la legislación nacional⁽²⁾. Así, la autonomía de la voluntad cobra un rol fundamental en su desarrollo, y el estudio del derecho comparado resulta esencial para conocer la variedad de contenidos del convenio en cuestión⁽³⁾.

2.1. Marco de actuación [\[arriba\]](#)

La financiación es fundamental para la vida de las empresas. Ya sea para ampliar sus actividades, o la adquisición de nueva tecnología (en búsqueda de una producción más rápida y menos costosa), o la ampliación de su oferta a otros territorios, o cualquier otro motivo dentro de los varios posibles, es necesario que esta aumente su capital de trabajo⁽⁴⁾. Para ello, se cuenta con fuentes de financiamiento, que suelen ser clasificadas como internas (las tradicionales) o externas, según provenga de los propios socios o de terceros ajenos a la sociedad.

La fuente interna, también denominada autofinanciamiento, puede materializarse mediante el aumento de capital o la constitución de reservas libres o facultativas. Dentro de las primeras podríamos incorporar a los llamados aportes irrevocables a cuentas de futuros aumentos de capital y la capitalización de dividendos.

La fuente externa surge en los casos en los que el aumento necesario supere las posibilidades económicas de los socios. El financiamiento externo se sustenta dentro del amplio espectro ofrecido en los sistemas bancarios y de capitales. En este último caso, la empresa puede recurrir al ahorro público, emitiendo documentos de deuda (*debentures*, obligaciones negociables, papeles comerciales, etc). En este punto pasa a jugar el art. 16 de la ley 17.811, que define a la oferta pública⁽⁵⁾. Los elementos esenciales que se distinguen son: 1) La oferta debe ser realizada por la sociedad emisora de los títulos o por sociedades que en forma exclusiva o parcial realicen con habitualidad negociaciones con títulos valores. 2) El ofrecimiento debe estar dirigido a personas en general o a sectores o grupos determinados; queda por tanto fuera del contrato en examen la oferta dirigida a una determinada persona. 3) La oferta debe tener por finalidad, la realización de

cualquier acto jurídico con títulos valores del mercado de capitales (quedando por tanto excluidos aquellos títulos que se adscriben al mercado de dinero: como las letras de cambio, pagarés, etc)⁽⁶⁾.

Según dijimos, una forma de obtener financiamiento es aumentar el capital societario mediante la emisión de acciones o bien recurriendo al crédito emitiendo *debentures*, obligaciones negociables o títulos valores en serie y que luego son colocados en la oferta pública de títulos valores. Pues bien, el marco de actuación del contrato de *underwriting* se vincula con estas modalidades de obtención de crédito empresarial. Es decir, emisión de ciertos títulos-valores y su posterior colocación en la oferta pública.

2.2. Finalidad económica [\[arriba\]](#)

La operación económica del *underwriting* se estructura entonces de la siguiente:

- a) Una sociedad autorizada emite títulos-valores (es decir: acciones, *debentures*, obligaciones negociables o títulos valores emitidos en serie) ofertables públicamente en el mercado de capitales;
- b) Una entidad financiera (*underwriter*) que podría ser un banco de inversión o compañía financiera, adelanta los fondos para prefinanciar dichas operaciones;
- c) Esa entidad financiera ofrece y vende esos títulos en el mercado de capitales;
- d) Los fondos adelantados se recuperan con la referida venta de los títulos con una ganancia para la entidad financiera.⁽⁷⁾

De este modo, la sociedad emisora se asegura con la prefinanciación la obtención de ciertos recursos que le hubiera sido difícil conseguir con los medios tradicionales de financiamiento. Por su parte, la entidad financiera obtiene su ganancia de la diferencia resultante entre la suma entregada en la prefinanciación y la obtenida por la venta de los títulos en el mercado de valores a un precio de cotización.

2.3. Concepto [\[arriba\]](#)

Teniendo entonces en cuenta la finalidad económica perseguida, definimos al *underwriting* como aquel contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio de la cual la primera se obliga a prefinanciar, en firme o no, títulos valores emitidos por la sociedad para su posterior colocación⁽⁸⁾, ofreciendo además servicios de asesoramiento, consultoría y gestión⁽⁹⁾.

2.4. Caracteres [\[arriba\]](#)

La caracterización de todo contrato debe hacerse desde el punto de vista de su estructura y de la función que está llamado a cumplir⁽¹⁰⁾.

Los caracteres estructurales del *underwriting* son:

- Bilateral: desde su perfeccionamiento ambas partes asumen obligaciones recíprocas. La sociedad emisora se obliga a emitir títulos en legal forma, entregarlos al *underwriter* y a reconocerle la comisión pactada; la entidad financiera se obliga a prefinanciar y colocar la emisión de dichos títulos.
- Oneroso: estamos frente a una prestación que es seguida por una contraprestación (el *underwriter* percibe una comisión a cambio de la prefinanciación y demás servicios de asesoramiento, consultoría y gestión que realiza).
- Consensual: el contrato queda perfeccionado por el solo consentimiento de las partes, siendo la entrega de títulos que hiciere la emisora a la entidad prefinanciadora un acto de ejecución del contrato que no lo torna de carácter real.
- Atípico/innominado⁽¹¹⁾: es un vínculo que no se halla regulado en el ordenamiento jurídico argentino.
- No formal: no existe disposición legal alguna que exija una solemnidad especial para su existencia, o para la prueba. Sin embargo, en la práctica internacional es común y, además necesario, la instrumentación del contrato.

Los caracteres funcionales son:

- Es un contrato financiero. Se trata de una técnica bancaria de financiamiento empresario. El costo de la operación estará dado por el monto de la inversión que el *underwriter* debe afectar a la prefinanciación; el plazo estimado de recupero, y el spread que obtenga por la diferencia que se produzca entre el valor de suscripción y el precio de posterior venta de acciones.
- Se aplica para la canalización de recursos. La entidad financiera logra la transferencia de capitales desde los oferentes hacia los demandantes, con lo cual se consigue la capitalización, desarrollo y expansión de las empresas.
- Es un contrato de servicios. Como lo habíamos mencionado, y sin perjuicio de que el financiamiento constituye el aspecto central del contrato, su celebración trae aparejada para la entidad financiera una serie de servicios que también atañen a la esencia del contrato.

Sujetos. El consorcio colocador. Derechos y obligaciones. Ventajas y desventajas para las partes.

Son parte del contrato un sujeto activo o emisor, y un pre-financiador o *underwriter*⁽¹²⁾.

El emisor podrá ser cualquier persona que tenga autorización legal para emitir títulos valores (acciones, *debentures*, esto es: sociedades anónimas, sociedades con participación estatal mayoritaria y sociedades en comandita por acciones) u obligaciones negociables (se agregan así las cooperativas, asociaciones civiles y las sociedades del Estado).

El *underwriter* pueden ser los bancos de inversión, compañías financieras autorizadas por la Ley de Entidades Financieras y los bancos comerciales (art. 20, Ley Entidades Financieras). Lo normal, es que quienes ofician de *underwriters* sean bancos y eventualmente compañías financieras. Esto es así, ya que se requiere de ciertas capacidades y habilidades profesionales que pueden reunir solamente algunos bancos, compañías financieras o sociedades de inversión.

El tema no se agota allí. Es posible que el *underwriter* no sea una sola entidad, sino que varias reúnen la calidad de tal. Es el caso del llamado “sindicato financiero” o “consorcio colocador”. Éste se forma con la finalidad de repartir los riesgos del rol de *underwriter*, como también para poder disponer de los recursos suficientes para realizar la prefinanciación. Este tipo de sindicato se da con frecuencia en los casos de grandes inversiones. En cuanto al análisis puramente jurídico, la doctrina ha formulado cuestionamientos sin llegar a soluciones pares, respecto al vínculo entre los sujetos que forman el consorcio colocador. Algunos sostienen que se trata de una sociedad accidental, otros que es una Unión Transitoria de Empresas (UTE), o bien una sociedad de hecho. Lo cierto es que en la práctica se formula un texto en el que a la par de las obligaciones entre el emisor y los *underwriters*, se conviene que éstos asumen obligaciones simplemente mancomunadas y no solidarias. “El problema habitual aquí para los consorcistas es que no desean quedar vinculados solidariamente frente al emisor, pues afectaría la ecuación económica del contrato (...)”⁽¹³⁾.

En cuanto a los efectos del contrato para las partes, ya hemos observado que la obligación de la empresa es emitir los títulos valores conforme al compromiso celebrado y en condiciones aptas para su comercialización en el mercado de capitales. En cuanto al *underwriter*, está obligado a adelantar los fondos (en caso que así lo hubiese pactado) y a gestionar la venta de los títulos valores en el mercado de capitales haciendo la publicidad necesaria. Ambas partes, además, tienen deberes colaterales de colaboración e información.

Cabe también mencionar los beneficios recíprocos que conlleva esta actividad. Para la sociedad emisora, la principal ventaja consiste en la obtención de recursos que no pueden ser aportados por sus accionistas ni obtenidos por otros de los caminos de financiación tradicionales que hemos visto al comienzo de este informe. Para el *underwriter*, la ventaja radica en la obtención de un lucro o ganancia derivada de la diferencia entre el valor de suscripción y el precio ulterior de colocación de los títulos emitidos en el mercado de que se trate⁽¹⁴⁾. Asimismo, solía afirmarse que existe una gran desventaja para las sociedades en los casos de emisión de acciones. Tal desventaja surgiría por la inclusión de nuevos socios en la sociedad emisora y la consiguiente posibilidad de que se licue la participación de los accionistas originarios. Ésta crítica merece algunos comentarios. Primero, en caso que la decisión de emitir acciones haya sido tomada por Asamblea unánime, no habría tal perjuicio ya que los mismos accionistas consintieron la posibilidad de relegar sus porcentajes de participación en la toma de decisiones de la sociedad. El segundo comentario consiste en que no toda emisión de acciones, por más que sea importante, licua la participación de los accionistas originarios, ya que puede darse el caso que las acciones emitidas no tengan derechos políticos, manteniéndose de esa forma el control de la sociedad a los accionista originarios.

2.5. Objeto [\[arriba\]](#)

Antes de abordar el tema en cuestión, cabe recordar que en materia de contratos podemos distinguir dos tipos de objeto: el objeto inmediato y el objeto mediato. Así las cosas, el objeto inmediato de los contratos son las obligaciones que de él surgen para los co-contratantes (en nuestro caso, ya fueron desarrolladas en el punto anterior) y el objeto mediato son las “cosas” que son objeto de las obligaciones nacidas del contrato⁽¹⁵⁾. Siguiendo esta clasificación, en el presente acápite desarrollaremos el objeto mediato del contrato bajo análisis.

El objeto del contrato de *underwriting* es una operación compleja de crédito y servicios, mediante títulos valores comercializables en bolsa, que pueden ser: a) acciones, b) *debentures*, c) obligaciones negociables o d) títulos valores en serie, ofertables públicamente, emitidos por sociedades de capital y cooperativas⁽¹⁶⁾.

Además es perfectamente factible considerar a otros títulos valores causales como objeto de este contrato. Pero como el *underwriting* es una operación típica del mercado de capitales, quedan descartados todos aquellos títulos que operan en el mercado de dinero e instrumentan operaciones cuyo destino es la financiación del giro de las empresas. Ejemplos de títulos de esta última clase son las letras de cambio y los pagarés.

2.6. Antecedentes [\[arriba\]](#)

2.6.1. La Ley de Entidades Financieras.

La ley de entidades financieras (ley 18.061), de enero de 1969, es el primer antecedente legislativo del *underwriting*.

En la doctrina, Linares Bretón fue el primero en tratar el tema⁽¹⁷⁾. El autor sostenía que de la ley 18.061 surgía la única reglamentación del *underwriting* en el ámbito nacional. “Son sólo esas normas legales las únicas de nuestro ordenamiento jurídico que introducen en la práctica financiera del país a esta operación”⁽¹⁸⁾. En efecto, “[l]a norma del artículo 17, inciso h) autorizaba a los bancos comerciales (en concordancia con la prohibición del art. 24, inc. d) a “realizar inversiones en nuevas emisiones de acciones u obligaciones, conforme a la reglamentación que se establezca”. El artículo 18, inciso d) autorizaba a los bancos de inversión a “realizar inversiones en valores mobiliarios vinculados con operaciones en que intervinieren, prefinanciar sus emisiones y colocarlos”. En los mismos términos el artículo 19, inciso f) preveía idéntica posibilidad respecto de las compañías financieras”⁽¹⁹⁾. La actual Ley de Entidades Financieras 21.526, aun en su texto modificado y ordenado por la ley 24.144, mantiene aquella autorización para los bancos de inversión (art. 22 inc e)), y para las compañías financieras (art. 24).

2.6.2. La Carta Orgánica del Banco Nacional de Desarrollo (ley 21.629).

La ley 21.629 en su art. 32 inc II) autoriza al banco a: “Comprar, vender, suscribir, prefinanciar, integrar o garantizar la integración de títulos valores pudiendo actuar como agente colocador en forma directa o en consorcio”, tratando así la operación de *underwriting*.

2.6.3. La reglamentación de la Comisión Nacional de Valores.

La CNV dictó en 1983 una resolución general en la que, con el propósito de promover el crecimiento del mercado de capitales, trató la operación financiera de *underwriting*. Tal resolución, que era la número 78, ofrecía una fuerte reglamentación, lo que terminó causando efectos contrarios a los buscados. Por tal motivo la resolución fue derogada al poco tiempo de su publicación. Sin embargo, el mismo año la CNV volvió a dictar una resolución relativa al tema, pero en relación al régimen de obligaciones negociables, *debentures* y bonos convertibles.

2.6.4. El proceso de privatización de empresas públicas.

Este contrato ha sido utilizado con gran frecuencia en los procesos de privatización⁽²⁰⁾.

2.7. Formación del contrato. Etapas [\[arriba\]](#)

Se pueden distinguir tres fases en la formación del contrato:

i. En una primer etapa, el *underwriter* estudia la situación económica y financiera de la sociedad emisora de títulos y la rentabilidad de la emisión a realizarse. Es evidente que el *underwriter* prefinanciará una emisión dada siempre y cuando estime, a través de un análisis histórico y de un estudio de probabilidades de desarrollo de la empresa, que las acciones a prefinanciar se valorizarán con respecto al precio de emisión originario⁽²¹⁾. En esta etapa suele suscribirse el contrato, pero siempre de manera posterior al éxito de la auditoría legal. También es usual que la obligatoriedad del acuerdo se condicione a: la no verificación de una situación negativa o cambio adverso de importancia en el mercado (market out clause), la no verificación de una situación negativa o cambio adverso importante respecto de la emisora (material adverse change), el no mantenimiento de la veracidad de las declaraciones y garantías que la emisora o los socios formulan en el acuerdo de *underwriting* y/o la no entrega de la documentación prevista en el contrato (como opiniones legales, cartas de auditorías, aprobación de cotizaciones de acciones, etc.).

ii. En la segunda etapa el acuerdo formalizado adquiere fuerza obligatoria.

iii. En la tercer y última etapa distinguimos dos momentos: 1) la emisión en debida forma de los títulos valores por la sociedad, y 2) el *underwriter* procede a la colocación de aquellos títulos emitidos en el mercado de capitales⁽²²⁾.

2.8. Modalidades y funcionamiento del contrato [\[arriba\]](#)

Como habíamos adelantado, existen varias modalidades de este contrato que surgen de la experiencia internacional. No existe en la doctrina una clara división entre ellas: para algunos autores se reducirían a tres supuestos importantes, mientras que para otros habría aún más casos. Incluso algunos autores entienden que algunas modalidades no son rigurosamente operaciones de *underwriting*.

En la doctrina nacional Linares Bretón que distingue tres modalidades. “Tres son las formas conocidas en los mercados extranjeros y que podrán ser practicadas en el nuestro (...) Dichas formas o modalidades son: a) *underwriting* con compromiso “en firme”, b) *underwriting* con compromiso “stand-by”, y c) *underwriting* con

compromiso “*best-effort*”⁽²³⁾. Della Sala sostiene que en realidad las modalidades son infinitas, pero que la práctica internacional ha caracterizado algunos tipos. El autor trata las tres modalidades antes citadas y agrega una cuarta que llama “Sistema mixto de *underwriting*”. Litwak, por su parte, cree que se destacan cuatro modalidades: en firme, no en firme, *stand-by* y *best-effort*. Lorenzetti a su vez trata tres formas: en firme, no en firme y de colocación o *best-effort* (aunque ésta última, sostiene, no es considerada por algunos autores como una operación rigurosamente de *underwriting*). Cacio, en cambio, destaca: en firme, modalidad intermediadora, *stand-by*, *best-effort* y otras.

La cuestión es que en cada modalidad el funcionamiento del contrato será distinto, ya que la entidad financiera o *underwriter* asume distintas obligaciones en cada supuesto.

2.8.1. *Underwriting* con compromiso “en firme”. Semejanzas y diferencias al contrato de suscripción.

El *Underwriting* con compromiso “en firme” es aquel en virtud del cual el *underwriter* se obliga a prefinanciar la totalidad de la emisión y a efectuar su colocación en el público por su cuenta y nombre. Es decir que por esta modalidad, la emisora se garantiza tener cubierta la totalidad de la emisión en el mismo acto de la creación y entrega de los títulos. El *underwriter* por su parte ofrece los títulos en el mercado a precio de cotización, y si éste es “sobre la par”, la diferencia lo beneficia; si, en cambio, es “a la par” o “bajo la par” la diferencia constituye el riesgo asumido al haber garantizado “en firme” la emisión. Vemos que los riesgos del *underwriter* son grandes, ya que no puede recuperar el dinero invertido ni devolver las acciones que no alcance a colocar.

En este caso el contrato se asemeja muchísimo al de suscripción, pero no se identifica⁽²⁴⁾ ya que la adquisición del primero se conviene con anterioridad a la emisión y con expresa estipulación de su posterior e inmediata colocación al público. La semejanza radica en que tanto suscriptor como *underwriter* “en firme” pagan el valor nominal de los títulos y se convierten en titulares de los mismos con todos los derechos inherentes.⁽²⁵⁾

Un tema muy interesante respecto a esta modalidad de *underwriting* es el relacionado a la calidad o no de accionista del *underwriter*, problemática que desarrollaremos luego en el punto “Cuestiones societarias”.

2.8.2. *Underwriting* con compromiso “*stand-by*”.

Esta modalidad se caracteriza porque el *underwriter* se obliga a prefinanciar los títulos-valores que durante un determinado tiempo no haya podido colocar directamente la sociedad emisora. Así, acaecido el vencimiento del plazo estipulado para la auto-colocación por parte de la emisora, se hacen exigibles las obligaciones correlativas de las partes: la entrega de los títulos sobrantes por la empresa a la entidad financiera y ésta, a recibirlos prefinanciando el valor nominal y a colocarlos en el público.

En cierto modo esta modalidad se asemeja a la anterior en cuanto existe una adquisición, también en firme, pero en este caso sólo de los títulos que en un determinado lapso de tiempo no se han podido colocar en manos de inversores.

Estas primeras dos modalidades sólo serán de interés para la entidad prefinanciadora si los títulos emitidos son, a su juicio, de fácil y rápida colocación⁽²⁶⁾.

2.8.3. *Underwriting* con compromiso “*best-effort*”.

En este caso, la obligación asumida por el *underwriter* es muy distinta a las dos anteriores. En efecto, no se obliga a un financiamiento inmediato o diferido de la emisión⁽²⁷⁾, sino que se compromete a poner “su mejor esfuerzo” para colocarla en el público; es decir, una vez obtenido el inversor, el *underwriter* financia los títulos necesarios para satisfacer ese caso particular. Dentro de esta modalidad es muy importante la fijación de un plazo dentro del cual subsistirá ese compromiso del “mejor esfuerzo”.

Esta modalidad sin dudas ofrece menores riesgos al *underwriter*.

2.8.4. Sistema mixto de *Underwriting*.⁽²⁸⁾

En este caso el *underwriter* se obliga a ocuparse de la colocación de las acciones en el mercado, dando o no un anticipo en préstamo, pero no comprando “en firme”, aunque sí garantizando que comprarán por sí todas las acciones que no hayan podido colocarse. Esta modalidad es tratada en el dictamen 209:101 de la PTN (Procuración del Tesoro de la Nación)⁽²⁹⁾.

2.8.5. *Underwriting* con compromiso “no en firme”.

Se caracteriza porque el *underwriter* efectúa una entrega de dinero a la sociedad emisora en calidad de préstamo, que ésta aspira a devolver mediante la afectación del precio de venta de los valores. De esta manera quedan bien diferenciados dos negocios jurídicos: por un lado, existe un mutuo comercial y, por el otro, habría un mandato por el que el *underwriter* se encarga de colocar los títulos emitidos.

Al igual que el caso anterior, el supuesto es contemplado en el dictamen 209:101 de la PTN.

2.8.6. *Underwriting* “de colocación”⁽³⁰⁾.

Aquí no hay un adelanto de fondos y consecuentemente no hay compra ni préstamo. Es el mismo caso que el *underwriting* “*best-effort*”. El *underwriter* solamente compromete una obligación de hacer profesional que consiste en colocar los títulos en el mercado de capitales. Como dijimos, algunos autores no encuentran en este supuesto un *underwriting* porque no existe ningún financiamiento. La función del *underwriter* es la de un corredor, agente colocador o mandatario.

2.8.7. Modalidad intermediadora.⁽³¹⁾

En este caso, el *underwriter* adelanta los fondos de la emisión y luego de encarga de la colocación de los títulos, cobrándose el importe por él adelantado, sea con los dineros que recaude en la colocación o de acuerdo a lo que haya pactado con el emisor. Observamos que, en rigor, se trata del *underwriting* “no en firme”.

2.8.8. Otras.⁽³²⁾

Es posible imaginar combinaciones de las variaciones anteriores, o aun hallar nuevas formas. Todo dependerá de las necesidades que haya que satisfacer y la voluntad de las partes.

2.9. Contenido habitual del contrato [\[arriba\]](#) ⁽³³⁾

El contenido habitual del contrato es el siguiente: a) clase de *underwriting* que se contrata; b) esquema de financiación programado (montos, plazos de suministro de fondos); c) condiciones de restitución de los fondos percibidos; d) tipo y características de los títulos objeto del *underwriting*; e) garantías; derechos y obligaciones de cada parte; f) facultad de la sociedad financiera de proponer directores y síndicos a la compañía emisora para su designación; g) condicionamientos para la transferencia o venta de acciones suscriptas e integradas durante la vigencia del contrato; h) detalle de los trámites administrativos y registrales que deberá llevar a cabo ante organismos públicos de control la sociedad emisora; i) las cláusulas *market out clause*, *material adverse change*.

2.10. Comparación con otras figuras [\[arriba\]](#) ⁽³⁴⁾

2.10.1. Con los fondos comunes de inversión.

A pesar de asemejarse en cuanto que ambos tienen por objeto operaciones vinculadas a títulos-valores, se diferencian en tanto que el fondo común de inversión es un condominio constituido sobre patrimonio formado por la acumulación indefinida de aportes individuales, recibidos por sociedades contra la emisión de certificados, con la finalidad de adquirir títulos y valores mobiliarios, que se depositen en poder de una tercera persona.

2.10.2. Con las sociedades de inversión.

Las sociedades de inversión son las instituciones dedicadas a concentrar en su capital, los ahorros de un número de individuos para invertirlos en valores mobiliarios con el fin de obtener la mayor renta posible y acrecentar su valor. En el contrato de *underwriting*, en cambio, la prefinanciación de las acciones es unitaria, en cuanto deben ser de una sola emisora y tienen por finalidad una inversión de capital a favor de ésta; además la posterior colocación que debe realizar la entidad financiera comprende un desprendimiento obligatorio de esos títulos valores, mientras que tanto en la sociedad de inversión como en el fondo común de inversión, ellas permanecen en su poder hasta tanto sean vendidas para ser sustituidos por otras de otras empresas, en busca de aquel mayor rendimiento.

2.11. Cuestiones societarias [\[arriba\]](#)

La operación de *underwriting* (y más precisamente la modalidad “en firme”) ha traído en el ámbito nacional, desde sus mismos inicios, una serie de problemas en el ámbito societario. En las “Primeras Jornadas Bancarias sobre la Ley de Entidades Financieras”, celebradas en Córdoba, en marzo de 1969, se trató, entre otros

temas, a este del *underwriting*. La comisión número 2 que lo estudió, concluyó que este contrato puede ser válidamente celebrado, “aun cuando puedan existir dificultades jurídicas de aplicación total, en virtud de los derechos de suscripción preferente de los viejos accionistas, que se podrían obviar con la combinación con el instituto del banco “suscriptor provisional”, a título reductible que cubra los intereses del viejo accionista y de la empresa, en cuanto le asegura la cobertura de su emisión o prefinanciamiento”⁽³⁵⁾. Por ende, el *underwriter* se transforma en un suscriptor provisional sin ninguna participación en la vida societaria.

La cuestión ha suscitado criterios disímiles en la doctrina.

Antes de desarrollarlos, conviene hacer una breve explicación del derecho de suscripción preferente. El mismo está regulado en los arts. 194 a 197 de la Ley de Sociedades (LS), y puede concluirse que la finalidad que busca el instituto es la protección de la integridad de la participación social de los antiguos accionistas, ya que con el ejercicio de dicha opción recuperan por medio de las nuevas acciones lo que pierden sobre las viejas, por efecto de la nueva emisión. Este derecho de preferencia, según reza el art. 197, solo puede limitarse en casos muy puntuales⁽³⁶⁾. En efecto, para que este derecho sea dejado de lado se requiere, en primer lugar, una decisión en tal sentido de una Asamblea Extraordinaria debiendo incluirse en el orden del día el tratamiento de ese tema. Además de este requisito formal, la limitación del derecho debe realizarse a un caso particular y debe exigirlo el interés de la sociedad.

El problema en relación al contrato de *underwriting* radica en compatibilizar este derecho de preferencia en el plazo que puede ser ejercido⁽³⁷⁾ con la modalidad llamada “en firme” ya que con estos casos la entidad prefinanciadora se convierte en accionista hasta tanto coloque los títulos en el mercado⁽³⁸⁾. Como lo habíamos dicho, varios son los intentos de solución que han sido propuestos por la doctrina, además del arriba desarrollado en las primeras Jornadas de la ley de Entidades Financieras.

Por una parte se sostiene que el derecho preferente del viejo accionista no dificulta la celebración de este contrato, ya que sería suficiente convenir que la colocación deberá hacerse ofreciendo en primer término a esos viejos accionistas. Solamente en caso que no hubiesen suscripto todas las acciones, éstas restantes se procederán a ofrecer al público.⁽³⁹⁾ Esta solución tiene un problema. Si finalmente los accionistas adquieren todas las acciones emitidas, deberían hacerlo al valor nominal, perdiendo la entidad prefinanciadora la posibilidad de obtener el lucro que legítimamente le corresponde y que es nada menos que el fin que persiguió al firmar el contrato⁽⁴⁰⁾.

Puede entenderse también que habría una manifestación tácita de voluntad, en el sentido de abdicar su derecho de suscripción preferente por parte de los socios, en el momento de decidir la formalización de un contrato de *underwriting*⁽⁴¹⁾. Si bien lo apuntado es generalmente cierto, ello no siempre es así ya que bien puede suceder que no todos hayan votado favorablemente la emisión de que se trate, o haya habido accionistas ausentes, u otros que no puedan o no quieran prestar su renuncia.

Creemos que la solución correcta debe partir del ineludible respeto que debe tenerse por el derecho de suscripción preferente. Con tal fin, debemos considerar al *underwriter* como suscriptor provisional a título reductible (solución ofrecida por las Jornadas de la ley de Entidades Financieras de 1969) más la inclusión de

una condición suspensiva o aun una resolutoria parcial, por la cual el *underwriter* sólo pueda considerarse suscriptor al vencimiento del plazo señalado en la ley (treinta días) o el estatuto, y en la medida que resulte una vez ejercidos los derechos de los accionistas⁽⁴²⁾.

Fuera de las posibles soluciones desarrolladas, será la autonomía de la voluntad las que finalmente vuelque en el contrato las soluciones más convenientes a los intereses de las partes.

II) Marco Práctico [\[arriba\]](#)

2.12. “Sevel Argentina S.A.”. Resolución de la CNV 13.899, 24 de julio de 2001 [\[arriba\]](#) ⁽⁴³⁾

2.12.1. Hechos.

En 1992 Sevel colocó por medio de Chase Manhattan Bank, NA -suc. Bs As- en oferta pública primaria 40.000.000 acciones ordinarias clase C de un voto por acción, de valor nominal \$0,10 c/u, mientras que en forma conjunta dos accionistas, A (75%) y B (25%), colocaron simultáneamente por oferta pública secundaria respectivamente 30.000.000 y 10.000.000 acciones de igual clase y similares características, las que debían ser adjudicadas recién después de colocada la totalidad de la emisión ofrecida por Sevel.

En la licitación existieron dos segmentos para presentar las ofertas: el competitivo y el no competitivo. Las ofertas recibidas en el segmento competitivo debían aceptarse comenzando por la de mayor precio y continuando en forma descendente hasta agotar: a) las acciones disponibles en ese segmento, o b) el total de las acciones por las cuales hubieren ofertado el conjunto de los oferentes, si fuere menor. Todas las acciones adjudicadas en ese segmento debían serlo al precio incluido en la última orden de compra aceptada, que determinaba el precio de corte, siempre que éste fuera igual o superior al precio de base (mínimo) fijado por Sevel en \$1,58.

La adjudicación de acciones en el segmento no competitivo debía tener lugar al precio de corte resultante del tramo competitivo. Cabe señalar que el prospecto de emisión asignó el 70% -equivalente a 56.000.000 de las acciones ofrecidas- al segmento competitivo y el 30% restante -equivalente a 24.000.000 de las acciones ofrecidas- al tramo no competitivo.

Finalizado el segmento competitivo, Chase comunicó a cada agente colocador las ofertas aceptadas y el precio de corte, que quedó determinado en \$2 por acción. En relación al resultado de la adjudicación, en el segmento competitivo las ofertas presentadas excedieron el total de las acciones ofrecidas, razón por la que se las aceptó hasta la cantidad de 56.000.000 acciones, comenzando por las de mayor precio y hasta agotar las disponibles en ese segmento, lo cual tuvo lugar al precio indicado en la última orden de compra aceptada (\$2 por acción). Atento a que las ofertas recibidas en el segmento competitivo excedieron los 56.000.000 acciones, debió efectuarse un prorrateo en el nivel de la oferta de \$2 por acción de resultados del cual, cada oferente de este nivel recibió el 14,75% de su oferta.

2.12.2. Solución del caso.

La CNV decidió proceder a la investigación de algunas de las ofertas realizadas. Así se comenzaron a investigar las presentadas por cuatro sociedades extranjeras, determinándose que la primera de ellas representaba aproximadamente el treinta y cinco (35%) del total de las acciones ofrecidas en el segmento competitivo y que había tenido directa incidencia en la determinación del precio de corte, elevándolo de \$1,58 a \$2,00. De los hechos y pruebas del caso surgió que cuatro de esas ofertas fueron financiadas por dos de los vendedores una el vendedor A (y un socio de éste) quien juntamente con el vendedor B obtuvo una mayor ganancia de \$0,42 por acción (ascendiendo a \$16.800.000 para el socio de A, \$12.600.000 para A y \$4.200.000 para B), perjudicándose en igual medida a 636 oferentes que presentaron solicitudes en el segmento competitivo y a todos los oferentes que presentaron solicitudes en el segmento no competitivo. Tales conductas permitieron inferir la posible existencia de una manipulación de mercado, en la que algunos de los vendedores financiaron ofertas no genuinas a fin de obtener un mayor beneficio pecuniario solventado por los oferentes genuinos.

La CNV determinó que tal conducta era violatoria del art. 27, Cap. XXI de las NORMAS (N.T. 2001), que establece el deber de los emisores, intermediarios, inversores o cualquier otro interviniente o participante en el mercado de títulos valores, de abstenerse de realizar prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes en la negociación de -entre otros activos- títulos valores y/o defraudar a cualquier participante en la oferta pública. En consecuencia se sancionó a Sevel con la suspensión de realizar oferta pública de títulos valores por un lapso de seis meses. También se le impuso una multa a la sociedad, y particularmente a A, B y algunos directores.

2.12.3. *Underwriting*.

En el caso, Sevel, A y B celebraron un contrato de *underwriting* con Chase, que era una entidad financiera. En cuanto a la modalidad, el contrato era de *underwriting* con compromiso *best effort*.

Chase a su vez debía determinar el precio de corte en el acto de proceder a su adjudicación, basado en el método de subasta holandesa (en la cual, en función del precio ofrecido por acción y la cantidad de acciones disponibles, se van aceptando las ofertas recibidas comenzando por la de mayor precio y continuando en forma descendente hasta agotar las acciones disponibles o, en su defecto, el total de las acciones por las cuales hubieren ofertado el conjunto de los oferentes si fuere menor, resultando el precio de corte aplicable a todas las ofertas, el precio incluido en la última orden de compra aceptada).

Como lo habíamos sostenido mas arriba, la modalidad “*best-effort*” es la que presenta menores riesgos para el *underwriter*. Dadas las características de nuestro mercado de capitales, no es extraña su utilización.

3. Conclusión [\[arriba\]](#)

El contrato de *underwriting* es una herramienta eficaz para la evolución de los sistemas de financiamiento de la empresa en el mercado de capitales. La rapidez y la eficiencia son valores esenciales de la circulación económica que debe tener en

cuenta toda sociedad a la hora de ofertar públicamente los títulos valores que fuera a emitir. Por ello deberían tener muy presente, antes de decidir por su colocación directa y no recurrir al mecanismo de *underwriting*, las ventajas que éste último le confiere. En tal sentido, el conocimiento del mercado que tienen las entidades financieras es sin dudas esencial, pues una colocación en un mal momento podría originar muchísimas pérdidas a la empresa.

Por último, y como hemos observado a lo largo de este informe, el contrato presenta una serie de puntos conflictivos que ni la práctica comercial ni la doctrina han podido solucionar acabadamente. Por ello, y por su importancia en las operaciones de financiación, creemos que el legislador debiera atender de manera expresa y acabada este instituto. Con un marco regulatorio claro y con la seguridad jurídica que le es consecuencia, se dará un mayor y mejor uso a esta beneficiosa herramienta.⁽⁴⁴⁾

Notas:

(1) “El contrato que encuentra fundamento en la operación de *underwriting* nace con este nombre en el derecho anglosajón, adquiriendo luego trascendencia económica en los países de la Comunidad Económica Europea y amplia difusión en los Estados Unidos y en Brasil”. Barbier, E., “Libre circulación de capitales y contrato de *underwriting*” en Gherzi, C. A., “MERCOSUR: perspectivas desde el Derecho Privado”, Universidad, Buenos Aires, 1993, p. 60.

(2) Cfr. CACIO, C. C. «Contrato de *underwriting*», Anuario de Derecho, Tomo I, Abeledo-Perrot (publicado por Universidad Austral), Buenos Aires, 1994, p. 148.

(3) En igual sentido, LITWAK, M. “Como sucede en la mayor parte de los contratos modernos, la práctica internacional nos muestra la existencia de varias modalidades de *underwriting*”. LITWAK, M. A. «Algunas consideraciones acerca del contrato de *underwriting*», Jurisprudencia Argentina, Vol.: 1999-II, Buenos Aires, p. 1030.

(4) “Los economistas suelen distinguir entre capital de trabajo y capital de riesgo, en el primer caso quien suministra los recursos se convierte en titular de un derecho de crédito y en el otro requiere, en cambio, la condición jurídica de accionista con los derechos y obligaciones que dicho ‘status’ incorpora”. BONEO VILLEGAS., “Contratos bancarios modernos”, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1994, p.227.

(5) Artículo 16 L.17.811.- Se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión.

(6) Artículo 17 L.17.811. - Pueden ser objeto de oferta pública únicamente los títulos valores emitidos en masa, que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase, se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo.

(7) Cfr., LORENZETTI, R. L., Contratos. Parte Especial, Tomo II, Ed. Rubinzal-Culzoni, Buenos Aires, 2003, p. 359.

(8) Cfr. LORENZETTI, R. L., Contratos. Parte Especial... p. 360.

(9) “En efecto, el contrato de *underwriting*, no sólo se limita a la compra o

distribución de valores, sino que además, representa un conjunto de servicios que la entidad financiera o bursátil debe prestar a la sociedad emisora, básicamente por el conocimiento que tiene del mercado. Servicios, tales como, la fijación de precios; intereses a pagar; tiempo de redención, etc.” Ullo Jiménez, H., Del contrato de underwriting, UNIVERSITAS, N°79, noviembre 1990, Bogotá, Pontificia Universidad Javeriana, p. 206.

(10) “La estructura del underwriting deriva de la naturaleza de su composición, del contenido de las prestaciones asumidas y de la forma con que logra el cumplimiento de las mismas. Desde el punto de vista de la función que cumple este contrato, configura una técnica de prefinanciación al servicio de las empresas, para facilitarle recursos provenientes del mercado de capitales.” BONEO VILLEGAS E. J., “Contratos bancarios modernos”... p.233.

(11) Este contrato depende fundamentalmente de la regulación institucional, la que se concreta a través de las normas del mercado de capitales.

(12) Cacio advierte la presencia de un extraño concepto en el tratamiento legislativo de la operación de underwriting. Tal término al que aludimos es “prefinanciar” y otros derivados de él, a lo que el autor sostiene que: “(...) no es una expresión que haya merecido conceptualización jurídica. Por lo pronto financiar, es palabra de origen galo: financier y alude a la aportación del dinero necesario para acometer una empresa. Ahora bien, el prefijo “pre”, que da idea de adelanto o antecedente, parece querer indicarnos un hecho previo a la financiación. La idea es -en nuestro caso- que quienes “financian” al emisor son aquellos que han adquirido los títulos del underwriter, y es éste, quien “pre-financia”, adelantando los fondos al emisor, que recuperará cuando los coloque en el mercado.” CACIO, C. C. «Contrato de underwriting»... , p. 148.

(13) Ídem., p. 152.

(14) Cfr., LITWAK, M. A. «Algunas consideraciones acerca...», pp. 1029-1030.

(15) En igual sentido, Barbier, E., “Libre circulación de capitales...”, p. 64.

(16) Cfr. LORENZETTI, R. L., Contratos. Parte Especial..., p. 362.

(17) LINARES BRETON, S. F.. «La operación financiera de underwriting», La Ley, Vol.: 140 octubre-diciembre 1970, Buenos Aires.

(18) LINARES BRETON, S. F.. «La operación financiera...», p. 1111.

(19) CACIO, C. C. «Contrato de underwriting»..., p. 144.

(20) A modo de ejemplo, cabe nombrar los casos de Telefónica SA y Telecom Argentina Stet/France Telecom SA, en los que por decreto se dispuso la venta por ofrecimiento público de acciones ordinarias de tales sociedades. Otros casos fueron: Aerolíneas Argentinas, Segba, Gas del Estado, Obras Sanitarias de la Nación, YPF y otros.

(21) Cfr. BONEO VILLEGAS, E. J. Y BARREIRA DELFINO, E. A., Contratos bancarios modernos, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1994, p. 228.

(22) Cfr., LITWAK, M. A. «Algunas consideraciones acerca...», p. 1028.

(23) LINARES BRETON, S. F.. «La operación financiera...», p. 1113.

(24) Ibíd.

(25) LITWAK en cambio, sostiene que no existen diferencias entre ambos contratos y de allí surgen los problemas con el derecho de suscripción preferente. Cfr. LITWAK, M. A. «Algunas consideraciones acerca...», p. 1030.

(26) Ibíd.

(27) Y es por ello que algunos autores dudan que se trate de una operación de underwriting. “Ésta en realidad no es una operación financiera entre la sociedad emisora y la financiera, sino un típico compromiso de intermediación. Claro es que, en este caso, el agente financiero, debe ser necesariamente un agente colocador extrabursátil, autorizado por la Comisión Nacional de Valores, si la venta es al público en general, o como agente de Bolsa, si se cotizan en Bolsa.” BAUR, P., El contrato de underwriting, en: La Información, T. 29, N° 1, enero 1974,

Buenos Aires, p. 49; “Claro está que si bien la práctica ha ampliado el concepto de underwriting también a estos casos, cabe aclarar que técnicamente se verifica esta operación sólo cuando media una prefinanciación.” BONEO VILLEGAS, E. J. Y BARREIRA DELFINO, E. A., Contratos bancarios modernos..., p. 240.

(28) DELLA SALA, A. «Las privatizaciones de las empresas...», p. 878.

(29) Dictámen 209:101 de la PTN: Fecha: 12 de Mayo de 1994, Nro. de Dictamen: 000046, Partes: Empresa Transportadora de Gas del Sur S.A., Emisor: Martín López Olaciregui (Subprocurador). “Con relación al contrato de underwriting, es posible la existencia de sistemas mixtos, en los que los bancos underwriters se obligan a ocuparse, de la colocación de las acciones en el mercado, dando o no un anticipo en préstamo, pero no comprando “en firme” aunque si “garantizando” que comprarán por sí todas las acciones que no hayan podido colocarse.”

(30) LORENZETTI, R. L., Contratos. Parte Especial... , p. 361.

(31) CACIO, C. C. «Contrato de underwriting»... , p. 142.

(32) *Ibíd.*

(33) LORENZETTI, R. L., Contratos. Parte Especial... , p. 363.

(34) LINARES BRETON, S. F.. «La operación financiera...», p. 1112.

(35) Relatoría de la Comisión número 2, por el doctor E. H. RICHARD en la publicación “Primeras Jornadas sobre la ley de Entidades Financieras”, p. 80, Córdoba, 1969.

(36) Cabe agregar también la regulación especial de este derecho en la Ley de Obligaciones Negociables en su art. 12 que, en su tercer párrafo, admite la derogación del mismo.

Art. 12.- La asamblea extraordinaria de accionistas puede suprimir el derecho de preferencia para la suscripción de obligaciones convertibles en los casos del artículo 197, inciso 2º, última parte de la ley 19.550, texto ordenado en 1984, bajo las condiciones previstas en dicha norma.

La asamblea extraordinaria puede también suprimir el derecho de acrecer y reducir a no menos de diez (10) días el plazo para ejercer la preferencia, cuando la sociedad celebre un convenio de colocación en firma con un agente intermediario, para su posterior distribución entre el público. (Párrafo sustituido por art. 2º de la Ley Nº 24.435 17/01/1995)

En el mismo supuesto, la asamblea extraordinaria puede suprimir el derecho de preferencia, siempre que la resolución se tome con el voto favorable de por lo menos el cincuenta por ciento (50%) del capital suscrito con derecho a opción y no existan votos en contra que superen el cinco por ciento (5%) de dicho capital (37) Esto es, los treinta días siguientes al de la última publicación del ofrecimiento, si los estatutos no hubieran previsto un plazo mayor.

(38) “Algunos autores consideran que, con la modalidad “en firme”, el underwriter se convierte desde el principio y por la totalidad o parte de las acciones prefinanciadas en accionista de la sociedad cliente (emisora), la que puede ser directa, donde la entidad financiera es dueña de todo el paquete accionario desde un comienzo, o “indirecta”, donde el underwriter será dueño de las acciones, siempre que, transcurrido un determinado plazo, no hayan podido ser colocadas directamente por la sociedad emisora.” DELLA SALA, A. «Las privatizaciones de las empresas...», p. 879.

(39) LINARES BRETON, S. F.. «La operación financiera...», p. 1114.

(40) LITWAK, M. A. «Algunas consideraciones acerca...», p. 1033.

(41) BARREIRA DELFINO, E., «El contrato de underwriting», Rev. La Información, T. 59, N. 71, p. 582 y ss. en LITWAK, M. A. «Algunas consideraciones acerca...», p. 1033.

(42) Cfr. CACIO, C. C. «Contrato de underwriting»..., p. 161.

(43) Resolución 13.899 - Resoluciones finales 2001, exte. 711/92.

(44) La transparencia, desarrollo y la clara regulación del mercado de capitales es, sin duda, el principal motor para la utilización de este contrato.

© Copyright: Universidad Austral