

Contrato de *Underwriting*

Problemas de incorporación en el sistema jurídico romanista

Jorge Gastelumendi Fernández-Concha

Alumno de séptimo ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

El interés de las entidades del sistema financiero y bancario (a las que en adelante denominaremos Banco) por adaptarse a las necesidades económicas de las empresas, cuyos empresarios se encuentran en constante búsqueda de mecanismos de financiamiento cada vez más provechosos para sus empresas, ha llevado a que las primeras utilicen figuras contractuales foráneas, siendo más específicos aun, figuras contractuales generadas en otros sistemas jurídicos.

Este es el caso del contrato de *underwriting*, generado en los Estados Unidos merced a su práctica comercial y que consiste en la financiación por parte de un *underwriter* (Banco) de una emisión de títulos valores (acciones o bonos) efectuada por una empresa interesada en la captación de capitales.

La recepción de tal figura contractual por el sistema civilista no es pacífica. En varios casos divergen las características de dicho contrato con el tratamiento que el ordenamiento nacional le da a diversas instituciones. Todo esto es generado por el choque del sistema jurídico anglosajón (*common law*) con nuestro sistema jurídico, el civilista (*civil law*).

1 Naturaleza jurídica del contrato.

El contrato de *underwriting* se encuentra

comprendido dentro de la rama del derecho bancario, la misma que goza de un “carácter netamente ‘empresario’ (...), en cuanto requiere la presencia de la ‘empresa banco’⁽¹⁾”.

Al respecto, cabría indicar que cuando Carlos Gilberto Villegas utiliza el término *empresa banco* se refiere a lo que hemos denominado, para efectos de este trabajo Banco, que realiza actividad específica consistente en “la intermediación habitual en el crédito, su transformación y multiplicación⁽²⁾”. Sin embargo, desde nuestro humilde entender dicha definición no es certera, por las consideraciones que pasamos a detallar a continuación.

Si bien es cierto que la intermediación habitual en el crédito configura el contenido de los contratos bancarios, los cuales tendrán como objeto común al crédito, el cual es definido por este mismo autor como “el derecho de una persona a una prestación futura a cargo de otra persona, involucrando en él al dinero y todos los instrumentos bancarios que no son sino documentos representativos de derechos a prestaciones futuras⁽³⁾”; aquélla no es la única operación que se puede realizar con los contratos bancarios. Al respecto, tenemos la opinión de Rolando Castellares, quien considera que los contratos bancarios “están constituidos por las operaciones y servicios que la banca presta en ejercicio de su actividad empresarial especializada

(1) VILLEGAS, Carlos Gilberto. *Compendio jurídico técnico y práctico de la actividad bancaria*. Buenos Aires: Depalma, 1989. p.119.

(2) *Ibid.*; p.446.

(3) *Ibid.*; p.448.

y profesional (...)»⁽⁴⁾ Entendiendo por **operaciones** a aquéllas cuya principal finalidad es la concesión crediticia, y que se encuentran clasificadas en operaciones activas y operaciones pasivas.

En las operaciones activas, «(...) el Banco se convierte en acreedor del público en razón de colocaciones que él hizo con los recursos captados, transacciones que son registradas en el activo del Banco»⁽⁵⁾. Las operaciones pasivas serán aquéllas en las que «(...) el cliente concede el crédito, el Banco capta recursos del público, frente al cual (al cliente) queda como deudor u obligado, registrándose tales operaciones en su pasivo (del Banco)»⁽⁶⁾.

Al referirse a los servicios, nos señala que éstos son conocidos también como “operaciones neutras”, por las que «(...) el Banco está obligado a realizar servicios que no representan concesiones de crédito, que conllevan menos riesgo y la obtención de grandes utilidades sin pérdida»⁽⁷⁾. Dentro de estas operaciones, el autor incluye, entre otras figuras, al contrato de *underwriting*. Podemos ver así, que el contrato de *underwriting*, aun cuando no tiene por objeto el crédito, sí es considerado un contrato bancario.

2 Definición.

El contrato de *underwriting* es aquél en virtud del cual un Banco se obliga a prefinanciar a una empresa títulos valores emitidos por la segunda, para su posterior colocación entre el público. Incluye además la posibilidad de que el Banco no prefinancie, sino que ponga su mejor esfuerzo en la colocación de los títulos valores.

Como podemos apreciar, el contrato de *underwriting* se basa en la intención del empresario de reducir los riesgos propios de financiamientos externos. En efecto, ante la necesidad, por un lado de las empresas, de encontrar medios de financia-

ción cada vez más beneficiosos para el desarrollo sostenido de su capacidad y crecimiento económico; y por el otro lado de los Bancos, de innovar los mecanismos de asistencia económica a las empresas y por ende, adecuarse a las exigencias de éstas, y a la vez con intención de obtener una ganancia, es que se configura el contrato de *underwriting*.

Los mecanismos “tradicionales”, conocidos como financiamientos externos, a los que generalmente recurren los empresarios, son los créditos bancarios, el aumento de capital o el crédito por emisión de obligaciones. Pero, dichas posibilidades se encuentran mediatizadas en muchos casos por la falta de interés o liquidez por parte de sus propios accionistas o ante la existencia en el mercado de valores de otras inversiones más atractivas para los inversionistas.

En el caso, por ejemplo, de los créditos bancarios ordinarios, la empresa se vería endeudada ante el Banco, lo cual le generaría a largo plazo, y debido a los elevados intereses, más problemas que soluciones a su necesidad de financiación. Además, cabe tener presente que “sus necesidades de financiación (de la empresa) pueden llegar a ser sensiblemente superiores a las alternativas que pueden brindarle los caminos anteriormente mencionados»⁽⁸⁾.

Así pues, el contrato de *underwriting* es una operación que de manera rápida y segura incrementa el capital social de la empresa solicitante. Rápida, porque la empresa no tendrá que esperar la colocación paulatina de las acciones en el mercado, para ir recibiendo el capital, sino que éste le será entregado apenas el banco suscriba toda la emisión. La seguridad de la operación se deriva de lo anteriormente sostenido, en el sentido que “mediante esta operación la empresa transfiere el riesgo de la colocación de estos títulos a una entidad financiera (...)»⁽⁹⁾.

- (4) CASTELLARES AGUILAR, Rolando. *Contratos Bancarios*. En: *Revista Peruana de Derecho de la Empresa*. No.39. Lima, 1991. pp.60 y 61.
 (5) FIGUEROA BUSTAMANTE, Hernán. *Contratos bancarios modernos y su régimen económico*. En: *Revista Peruana de Derecho de la Empresa*. p.19.
 (6) Loc.cit.
 (7) Loc.cit.
 (8) MARTORELL, Ernesto Eduardo. *Tratado de los Contratos de Empresa*. Buenos Aires: Depalma, 1993. p.502.
 (9) FARINA, Juan M. *Contratos Comerciales Modernos*. Buenos Aires: Astrea, 1993. p.494.

Ahora bien, aun cuando la finalidad inmediata es la reseñada líneas arriba, la empresa muchas veces tiene como finalidad mediata la de ingresar al mercado de capitales por razones estratégicas de mercado, facilitándole tal pretensión el contrato materia del presente trabajo, ya que la empresa tiene la posibilidad de escoger un prestigioso Banco, el cual le irá procurando su ingreso paulatino en el mercado de capitales, sea este bursátil o extrabursátil. Esta última finalidad la tienen muy presente las empresas que desean ingresar a mercados de capitales extranjeros.

Pero el contrato de *underwriting* no se limita a prefinanciar la emisión de títulos de empresas con necesidad de capital, sino que en virtud a éste el Banco se compromete a realizar una serie de servicios complementarios, como los de asesoramiento, estudio, emisión de informes, consejos, etc. Este conjunto de servicios es “(...) lo que se ha dado a llamar ‘ingeniería financiera’, (ya que) es lo que permitirá conocer las preferencias del mercado, asegurando así el éxito de la emisión⁽¹⁰⁾”. Dicho éxito configura la finalidad última del contrato materia de estudio.

3 Modalidades.

Desde un punto de vista meramente doctrinario, la determinación de las modalidades del contrato de *underwriting* quizá sea lo que menos consenso ha logrado entre los especialistas, básicamente, porque no hay unanimidad en la doctrina en cuanto al contenido del contrato de *underwriting*, lo cual genera que sus modalidades para la colocación de los títulos varíen muchas veces de autor en autor, según el contenido que cada uno de ellos le otorgue a dicho contrato.

La clasificación de las modalidades se da en virtud a la manera cómo las partes pactan la colocación de los títulos por parte del *underwriter* (el Banco), entre las que encontramos dos tipos,

gozando cada uno a su vez de dos subtipos, y que pasamos a desarrollar a continuación:

3.1 Adquisición de la emisión.

En virtud de esta modalidad, el *underwriter* suscribirá los títulos, sea de manera parcial o total, y asumirá el riesgo de la colocación. Asimismo, la obligación de la empresa emisora consistirá “en un diferencial entre el valor nominal de los títulos y el valor pagado por el tomador de la emisión, (que de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 103 de la Ley General de Sociedades, no podrá ser un valor bajo la par, lo que significa que) debe ser un valor sobre la par o con prima de emisión⁽¹¹⁾”.

Como se ha adelantado, esta modalidad tiene dos subtipos: en firme y de garantía (*stand by*).

3.1.1 En firme.

Consiste en la adquisición por parte del *underwriter* de la totalidad o de una parte de los títulos emitidos por la empresa contratante. En tal sentido, al momento en que el *underwriter* suscriba los títulos, el monto por dicha suscripción será percibido inmediatamente por la empresa contratante, quien no tendrá que preocuparse de la estrategia de colocación de dichos títulos.

En este caso, se cumplirá de manera perfecta con la finalidad del contrato de *underwriting* que hemos venido repitiendo a lo largo del presente trabajo: el financiamiento por parte de un *underwriter*, de manera rápida y segura, en favor de una empresa, en virtud a la colocación de los títulos que esta última emita.

En esta modalidad, como quiera que el *underwriter* adquirió dichos títulos a su nombre, se convertirá en accionista de la empresa emisora (en caso los títulos adquiridos sean acciones), condición que mantendrá hasta la colocación en el mercado; o en acreedor (si los títulos que adquirió son bonos).

Como se desprende de lo antes señalado, el

(10) BENÉLBAZ, Héctor Ángel y COLL, Osvaldo Walter. *Sistema Bancario Moderno*. Buenos Aires: Depalma, 1994. p.380.

(11) HUNDSKOPF EXEBIO, Osvaldo. *Contratos mercantiles modernos: El underwriting y el factoring*. En: *Revista Peruana de Derecho de la Empresa*. No.19. Lima, mayo, 1998. p.69.

riesgo asumido por el *underwriter* deberá estar respaldado por su capacidad financiera, ya que deberá pagarle a la empresa emisora el monto convenido por los títulos que ha suscrito aun sin haberlos colocado en su totalidad en el mercado, quedando latente el riesgo de verse perjudicado en caso no lograrse colocarlos posteriormente.

3.1.2 De garantía (también denominado *stand by*).

En este subtipo, el *underwriter* se obliga a colocar los títulos emitidos en el mercado, dentro de un plazo determinado, con el compromiso de suscribir las acciones no colocadas en dicho plazo.

Finalmente, cabe indicar que hay autores, como Carlos Alberto Ghersi, que sostienen la existencia de una variable a este subtipo, y que “(...) consiste en la obligación de la entidad financiera (*underwriter*) de refinanciar los valores mobiliarios que luego de un plazo establecido la sociedad emisora no haya podido colocar directamente en el mercado⁽¹²⁾”.

Como podemos apreciar, esta variante se diferencia de la anterior no sólo en cuanto a la parte que se encuentra obligada a colocar los títulos en primer término, sino también en que en el segundo caso, no se deja en claro qué sucederá en caso el *underwriter* no logre colocar el remanente de los títulos otorgados por la empresa emisora dentro del plazo determinado.

En todo caso, somos de la opinión que más que una variante, podría ser considerada como una modalidad, caracterizada porque el *underwriter* recién realizará la colocación de los títulos, no la adquisición, luego de que la empresa emisora haya intentado colocarlos en el mercado.

3.2 Simple colocación.

Esta modalidad consiste en un financiamiento que el *underwriter* otorgará a la empresa emisora, no en función de la adquisición de los títulos por parte del primero, sino a través

de un adelanto de recursos correspondientes a la totalidad o parte de la emisión, en virtud del compromiso de colocar los títulos emitidos por la empresa contratante, sin asumir riesgo alguno por esta colocación.

La obligación de la empresa emisora consistirá “(...) en un premio o comisión propiamente dicha, (la cual) suele ser un porcentaje sobre el precio de venta de los valores emitidos establecido según la situación del mercado y los gastos de colocación⁽¹³⁾”.

Cabe indicar que hay autores como Mario Bonfanti y Oswaldo Hundskopf que sostienen que el adelanto de recursos que efectúa el *underwriter* a la empresa emisora, a cuenta de la posterior colocación de los títulos a que éste se ha comprometido, lo hará a título de mutuante o prestamista. Rasgo éste que “(...) convierte a esta modalidad en un contrato híbrido o combinado en el sentido que es a la vez mutuo por la parte prefinanciada, y comisión mercantil o corretaje por la gestión de colocación⁽¹⁴⁾”.

El tipo antes descrito, goza de dos subtipos, que pasamos a analizar enseguida:

3.2.1 Mejor esfuerzo.

En este caso, el *underwriter* se compromete a colocar los títulos en el mercado, dentro de un plazo establecido, luego del cual será la empresa emisora quien se encargue de la colocación del remanente de los títulos.

En este subtipo, consideramos que es de difícil cumplimiento la finalidad que debe cumplir todo contrato de *underwriting*, ya que la financiación aun cuando pueda ser rápida no será en ningún caso segura, porque dependerá directamente de la efectiva colocación de los valores por parte del *underwriter* en el mercado.

3.2.2 Todo o nada.

Mediante esta modalidad la empresa

(12) GHERSI, Carlos Alberto. *Contratos Civiles y Comerciales*. Buenos Aires: Astrea, 1990. p.547.

(13) HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. Op.cit.; p.63.

(14) Ibid.; p.66.

emisora se compromete a vender la emisión sólo en caso el *underwriter* logre la total colocación en el plazo determinado. En caso el *underwriter* no lograra la colocación total de los títulos, procederá a la devolución del dinero recibido a los parciales compradores que lo pagaron, así como los títulos a la empresa emisora.

4 Operación.

En lo que respecta a la operación de *underwriting*, esta presenta diferentes etapas, cuyo orden de ejecución se mantiene en las diferentes modalidades antes reseñadas. Sin embargo, el contenido de tales etapas variará dependiendo de la modalidad por la que las partes opten. A continuación detallamos las etapas de la operación de *underwriting*.

4.1 Actos preparatorios.

Como quiera que el contrato de *underwriting* tiene la característica de ser un contrato oneroso, la intención de las partes de satisfacer sus propios intereses parte de la obligación recíproca que éstas tienen entre sí. En tal sentido, ambas partes se preocuparán por velar por sus intereses y la concreción del negocio proyectado. Cabe entonces, en primer lugar, determinar en qué consiste dicho negocio, para lo cual bastará con recordar lo expuesto líneas arriba: el *underwriter* buscará obtener la mayor ganancia al comprar y vender los títulos emitidos por una empresa; por su lado, la empresa emisora estará interesada en financiar su negocio de una manera rápida y segura, por lo que emitirá títulos para su suscripción y colocación por parte del *underwriter*.

Pero para garantizar que estos intereses sean satisfechos de una manera exitosa, ambas partes efectuarán una serie de actos preparatorios con este fin, entre los que encontramos, en primer lugar, por parte del *underwriter*, el asesoramiento técnico y especializado sobre factibilidad de la emisión, el

mismo que consistirá en la determinación de la situación del mercado y la situación financiera de la empresa emisora, así como la eventual rentabilidad que podría arrojar la emisión de títulos; por parte de la empresa emisora, sus actos serán más bien pasivos y de colaboración, al brindarle toda su información financiera que fuese requerida por el *underwriter*.

Cabe aclarar que la futura colocación de los títulos por parte del *underwriter* podrá tener características particulares, como podrían ser el hecho que dichos títulos sean colocados dentro de un plazo perentorio determinado o colocados a inversionistas respecto de los que la empresa emisora tiene interés en convertirlos en sus accionistas (en caso de que los títulos a colocarse sean acciones) o en tenerlos como sus acreedores (en caso dichos títulos fueran bonos). Con tal motivo, el asesoramiento del *underwriter* también deberá estar dirigido a determinar si es posible cumplir con dichas exigencias.

Cabe añadir que dichos actos, aun cuando sean la causa determinante de la celebración del contrato, ya que “si la entidad financiera considera que el mercado no está en condiciones de absorber esos títulos o la situación financiera de la empresa no permite presumir una rentabilidad aceptable para los inversores, su intervención concluye en ese momento. Si en cambio, son favorables los estudios practicados, se prolonga la intervención con algunas de las modalidades del *underwriting*⁽¹⁵⁾”; serán jurídicamente independientes de la celebración del contrato, por cuanto no obligarán a las partes a la realización de tal acto, sino únicamente el de determinación de las posibilidades de ejecución de la operación de *underwriting*.

4.2 Celebración del contrato.

Esta etapa es quizá la más importante en toda contratación, por cuanto es necesario ahondar en los diferentes aspectos en los que las partes

deberán ponerse de acuerdo, de tal manera que el contrato se convierta en una herramienta idónea para su posterior realización de manera satisfactoria en relación a los intereses respectivos de cada una de las partes.

Como precisamos líneas arriba, esta etapa se plasma con la suscripción por ambas partes, empresa emisora de los títulos y *underwriter*, del contrato de *underwriting*, en virtud del cual esta última se obliga a financiar la emisión de títulos de la primera, mediante la suscripción de los títulos emitidos.

Será entonces necesario determinar con claridad en dicho contrato los siguientes aspectos:

a) Las condiciones generales para la ejecución de la operación de *underwriting*. Éstas consistirán básicamente en las prestaciones que cada una de las partes estará obligada a cumplir en favor de la colocación de los títulos en el mercado y que desarrollaremos más adelante.

b) La modalidad de *underwriting* escogida por las partes intervinientes. Como se ha sostenido anteriormente, muchas de las condiciones y características que contengan los contratos de *underwriting* dependerán de la modalidad por la que se opte, sea ésta “en firme”, “no en firme” o “mejor esfuerzo”. Dos de los aspectos más resaltantes que se pactan en el contrato de *underwriting*, cuya determinación se encuentra en relación directa con la modalidad de *underwriting* escogida son: las condiciones de pago y la responsabilidad del *underwriter* por la posterior colocación de los títulos.

c) El plazo y destinatarios de la posterior colocación de los títulos. Una de las características más saltantes del contrato de *underwriting*, y que representa parte de la problemática de mayor interés a analizarse por el presente trabajo, es la posibilidad de que la empresa emisora de los títulos obligue al *underwriter* a colocar éstos dentro de un plazo, generalmente corto, y a destinatarios que determine de acuerdo a sus intereses económicos

o financieros, luego de que este último ha suscrito los títulos y por ende es propietario de tales bienes, de acuerdo a la normativa sobre la materia.

d) El tipo de títulos a emitirse, el monto de la emisión y el precio de tales títulos. En primer lugar, en relación a los tipos de títulos que pueden ser materia de suscripción y colocación por parte del *underwriter* en la operación de *underwriting*, Carlos Alberto Gherzi señala que “(...) los valores mobiliarios (...) en tanto son emitidos en masa por una misma entidad emisora, tienen las mismas características y otorgan los mismos derechos dentro de su clase, debiendo además ser ofrecidos en forma genérica e individualizados en el momento del contrato de suscripción⁽¹⁶⁾”.



La doctrina se encuentra de acuerdo en considerar a las acciones y los bonos (incluyendo a los bonos convertibles en acciones), como títulos valores pasibles de ser utilizados en la operación de *underwriting*, excluyendo, igualmente de manera unánime, a los títulos cambiarios como pueden ser el pagaré y la letra de cambio.

(16) GHERZI, Carlos Alberto. Op.cit.; p.543.

Finalmente, no vemos inconveniente en que las empresas puedan emitir otros títulos diferentes a los anteriormente mencionados, a fin de que sean utilizados en la operación de *underwriting*, siempre que cumplan con todas las características antes señaladas, ya que, en tal sentido, estarían respetando la finalidad del contrato de *underwriting*. Asimismo, de acuerdo a los sostenido por Jaime Alberto Arrubla, en relación a su tipicidad legal, “los títulos valores innominados son producto de la costumbre o de un acto reflexivo de su creador, sin que tengan consideración especial en la ley⁽¹⁷⁾”.

En segundo lugar, en lo que se refiere al monto de la emisión, éste dependerá de la necesidad de financiamiento de la empresa, aunque también estará condicionado por factores ajenos a ésta, como pueden ser la situación general del mercado, la existencia de otros inversionistas y la política fiscal relativa a los titulares de valores mobiliarios, entre otros.

En tercer lugar, el precio de los títulos, se establecerá en relación al valor que tienen en el mercado otras acciones de la empresa, de los dividendos que han pagado y de los que podrán pagar en el futuro, así como el interés de los inversores en la nueva emisión.

4.3 Ejecución del contrato.

Una vez suscrito el contrato de *underwriting*, la empresa emisora de los títulos procederá efectivamente a la emisión de los títulos, en el tipo y monto pactados. Por su parte, el *underwriter*, otorgará al emisor la financiación acordada, para luego proceder a colocar los títulos entre los inversionistas y en un plazo establecido.

Asimismo, el *underwriter* tendrá que cumplir una serie de prestaciones a las que se ha obligado, entre las que podemos señalar la redacción de todos los documentos necesarios para el lanzamiento de cada una de las emisiones y la preparación de las presentaciones a las entidades competentes o la elaboración de la estrategia

comercial de colocación e implementarla (si la modalidad del *underwriting* es “en firme” o “no en firme”). En caso la modalidad escogida fuera la de “mejor esfuerzo”, las obligaciones del *underwriter* se limitarían a la colaboración y asesoramiento en las actividades antes mencionadas.

En este último caso, generalmente, de manera paralela a la distribución de los títulos en el mercado y aún después de la colocación, el *underwriter* seguirá asesorando a la empresa emisora de los títulos con respecto a todas las cuestiones relativas a la emisión colocada a fin de asegurar a los compradores y a la misma empresa los beneficios de la operación. Según algunos autores, para estos efectos el *underwriter* reservará una cantidad de títulos que le permitan operar en el mercado para regular las fluctuaciones de precios, aunque eso no constituya una característica propia del contrato de *underwriting*⁽¹⁸⁾.

5 Sujetos.

5.1 La empresa emisora o encargante.

A quien se considera el sujeto activo de la operación, y que podrá ser una empresa privada o mixta. Cabe indicar que, en estricto, bastará con poseer la facultad legal de emitir acciones u obligaciones para poder contratar el *underwriting*. Pero a nuestro criterio, existirán otros requisitos circunstanciales que una empresa, con intención de que un Banco le prefinancie su emisión, deberá esmerarse por cumplir, como son, en primer lugar, el estado económico, el cual la hace o no atractiva a los ojos de los inversionistas a los que el Banco ofrecerá sus títulos. En segundo lugar, que no sea especialista en la colocación de valores en el público. El cumplimiento de este requisito lo encontramos bastante relativo, por cuanto aun cuando en la casi generalidad de los casos el giro de una empresa no es el de la colocación de valores en el público, sí habrán otras que teniendo un especial

(17) ARRUBLA PÁUCAR, Jaime Alberto. *Contratos Mercantiles*. Bogotá: Dike, 1992. p.239.

(18) *Ibid.*; p.547.

conocimiento y dedicación por dicha materia, si se le presentaran necesidades de financiamiento, no deberían verse impedidas de recurrir al *underwriting*. Este será el caso, por ejemplo, de las sociedades agentes de bolsa.

Para finalizar, cabe señalar que Jaime Alberto Arrubla entiende que también podrán ser parte activa, “aquellas empresas propietarias de una cantidad importante de acciones o bonos en otra compañía que decidan acudir al *underwriting* para colocar sus valores en el mercado⁽¹⁹⁾”. No encontramos, en principio, objeción a tal afirmación.

5.2 El *underwriter*.

Que es la corporación que se compromete a adquirir y colocar la emisión de títulos de la empresa emisora en todo o en parte o simplemente a procurar su colocación. En tal sentido, necesariamente, para asegurar el éxito de la operación, deberá ser una empresa con especial conocimiento del mercado de valores.

Como vimos, para poder ser *underwriter* se requiere estar facultado legalmente para mediar entre la oferta y la demanda pública de dichos títulos, y tener autorización para prefinanciar emisiones. Pero, según Carlos Albergo Ghersi, también podrán serlo “(...) las personas físicas o jurídicas si para ello no recurren a la captación pública de fondos, en tanto carecen de legitimidad para realizar en forma habitual intermediación entre la oferta y la demanda de recursos financieros⁽²⁰⁾”.

Consideramos dicha propuesta como contraria a la naturaleza jurídica del contrato de *underwriting*, que como ya se expuso al inicio del presente artículo, es básicamente **bancaria**, es decir que goza de características propias, entre las que figura como una de las más importantes la intervención de una entidad financiera o bancaria.

En tal sentido, la propuesta esgrimida por el señor Ghersi sería un contrato atípico, diferente al contrato de *underwriting*.

Finalmente, dependiendo de la cuantía que el *underwriter* deberá prefinanciar, éste verá la necesidad de formar sindicatos de *underwriters*, con una doble finalidad: no perder la oportunidad de prefinanciar una emisión cuantiosa (lo cual le generará excelentes ganancias) y compartir el riesgo de la operación. Generalmente, existe un líder quien se encargará de escoger a los demás *underwriters* que lo acompañarán en la ejecución de la operación. El líder conjuntamente con los *underwriters* que haya elegido firmarán un convenio de participación. Según Jaime Alberto Arrubla, “(...) los *underwriters* se obligan sólo mancomunadamente y no solidariamente respecto a la compra de la emisión⁽²¹⁾”. Este sindicato únicamente se crea con la finalidad específica de prefinanciar una determinada emisión de títulos, por lo que se disolverá una vez se distribuyan las ganancias.

6 Adopción del contrato de *underwriting* por el sistema jurídico romanista.

Con el fin de mejorar las instituciones propias o llenar vacíos en su orden jurídico, los países incorporan sistemáticamente a su ordenamiento jurídico ciertas instituciones foráneas. Pero muchas veces la incorporación no resulta sencilla, porque para efectuarla no sólo se requiere el estudio de la legislación, fuente de primordial importancia pero sólo parcial, sino además de la evolución histórica de las sociedades, la jurisprudencia de los tribunales y la doctrina de los autores. “En los países del *common law*, en particular, algunas de las instituciones más significativas no fueron desarrolladas por la legislación sino por la costumbre, que luego vendría a ser recogida por la jurisprudencia y, en ocasiones, por la ley⁽²²⁾”.

(19) ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. Op.cit.; p.220.

(20) GHERSI, Carlos Alberto. Op.cit.; p.544.

(21) ARRUBLA PAUCAR, Jaime Alberto. Op.cit.; p.226.

(22) BATIZA, Rodolfo. *La adopción de instituciones jurídicas ajenas y el derecho comparado. El caso especial del fideicomiso en México*. En: *Jurídica*. México D.F., No.23, 1994. p.88.

En tal sentido, al adoptarse el contrato de *underwriting*, contrato de origen anglosajón, sería limitado y hasta negligente tomar dicha figura sin considerar todo el trasfondo jurídico y cultural que la respalda. Las dificultades que se dan al adoptarse figuras extranjeras justamente radican en que en muchos casos se pretende trasladar legislación extranjera sin mayor esfuerzo que el de la traducción.

Por otro lado, se debe considerar que al ser el contrato de *underwriting* uno de naturaleza bancaria, cuenta con características propias, entre las que destaca la importancia que en esta rama del Derecho se le otorga a los usos y las prácticas, por cuanto los bancos tienen la necesidad de resolver los problemas diarios de la manera más práctica y beneficiosa para su negocio y para el cliente.

Con el fin de mejorar las instituciones propias o llenar vacíos en su orden jurídico, los países incorporan sistemáticamente a su ordenamiento jurídico ciertas instituciones foráneas. Pero muchas veces la incorporación no resulta sencilla (...).

Hemos traído a colación dicha característica, por cuanto consideramos que al margen de la adopción de la figura extranjera, es necesario resaltar la importancia que tendrá la práctica comercial en el desarrollo de dicha figura. Es decir, que debemos tener siempre presente que el Derecho se adecua a la realidad y no viceversa. Además, en el caso específico del contrato de *underwriting*, al basarse éste en el sistema anglosajón, tendrá una serie de instituciones que o no existen en nuestro ordenamiento, como es la propiedad relativa, o van en contra de instituciones de nuestro ordenamiento, como son el derecho de suscripción

preferente y la prohibición de emitir acciones bajo la par. Por lo que a la práctica comercial y bancaria respecta, éstas tendrán un papel preponderante en limar asperezas entre las instituciones de dichos sistemas jurídicos, adecuando las instituciones “prestadas” a las propias, y adoptando, en la medida de lo posible, otras que no se encuentren en directa disonancia con nuestro ordenamiento.

Finalmente, en cuanto a la tipificación de los contratos bancarios, Manuel Araya esgrime ciertas razones por las que dicha tarea se dificulta en lo que respecta a la materia financiera, ya que, según él, ésta “se destaca por su riqueza y versatilidad, y tal vez por ello no sea posible fijar su contenido en normas jurídicas de general aceptación⁽²³⁾”. Cabe indicar que, en todo caso, la tipificación del contrato de *underwriting*, así como la de cualquier otra figura foránea, deberá realizarse en virtud al desenvolvimiento paulatino del que haga gala la práctica jurídica y bancaria.

En tal sentido, apostamos más por una tipificación social que legal, con lo que se obtendrá, según nuestra forma de ver las cosas, un desarrollo más natural del contrato de *underwriting* y de cualquier otra figura foránea que se adopte. Es necesario resaltar que dicha postura no margina la tipificación legal, en todo caso la toma en cuenta, pero con ciertas atenciones: que en un primer momento dicha tipificación legal se limite únicamente a determinar el objeto del contrato, y; en un segundo momento, una vez ya desarrollado el contrato por la práctica bancaria, que se pase a tipificar de manera más detallada su naturaleza jurídica y su contenido, sin pretender regular absolutamente todos los supuestos, por cuanto sería contraproducente para el desarrollo posterior de éste.

7 Legislación nacional sobre el *underwriting*.

Actualmente la Ley del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintenden-

cia de Banca y Seguros, Ley No.26702 (en adelante la Ley), contempla en su artículo 221 inciso 37, como una operación realizable por las empresas (se definen más adelante), la de “suscribir **transitoriamente** (el resaltado es nuestro) primeras emisiones de valores con garantías parcial o total de su colocación”.

En primer lugar, cabe aclarar que según el Anexo-Glosario de la Ley, “empresas” serán las empresas del sistema financiero y de seguros autorizadas a operar en el país.

En segundo término, indicar que se respeta la característica primordial del contrato de *underwriting*: la rápida transmisión de los valores por parte del *underwriter*. La primera pregunta que se nos viene a la cabeza es si es suficiente la palabra transitoriamente para entender el establecimiento de una propiedad relativa diferente a la propiedad civil. Consideramos que sí, por cuanto si no fuera así, en primer lugar se estaría yendo en contra de esta característica antes citada, pero además porque la introducción de tan trascendente palabra, para este caso, no puede ser casual.

Por otro lado, se limita el campo de acción de la operación de *underwriting* a primeras emisiones, punto éste que se ha desarrollado en el presente trabajo, concluyendo que no encontrábamos asidero jurídico para negar la posibilidad de realizar dicha operación con valores en circulación. En todo caso, asumimos que ha sido una opción legislativa.

Finalmente, creemos que el gran acierto de esta disposición es haber establecido como única modalidad del contrato de *underwriting* a la de “en firme”. No olvidemos que en el presente trabajo, dicha modalidad del contrato antes mencionado fue considerada como la única posible, por cuanto revestía todas las características fundamentales de tal figura contractual. Entendemos que cuando indica que las garantías de su colocación serán total o parcial, se está refiriendo a las subcategorías de la modalidad antes mencionada.

Dicha disposición tiene su origen directo en el

artículo 247 inciso c del ya derogado Decreto Legislativo No.770. Pero dicha disposición no fue la primera en referirse, siempre de manera indirecta, al contrato de *underwriting*. Efectivamente, el antecedente más remoto lo encontramos en el Decreto Supremo No.187-70-EF, Reglamento del Decreto Ley No.18302, cuyo artículo 47 inciso c señalaba que “la oferta pública de valores podrá efectuarse a través de personas que operen en el mercado mobiliario y tomen para sí y para colocarla en el público una primera emisión de valores o que, encargados de su colocación al público, garanticen al emisor la colocación de la parte convenida o de la totalidad de la emisión dentro de los plazos y condiciones pactados”. Dicho decreto fue posteriormente derogado por el Decreto Supremo No.576-84-EFC.

Cabe indicar, finalmente, que las cajas rurales de ahorro y crédito vienen utilizando el *underwriting* para la obtención de asistencia financiera, de acuerdo a lo dispuesto por los Decretos de Urgencia Nos.048-95 y 024-96, y de la Resolución Ministerial No.380-96-AG.

8 Problemática de la adopción: choque con instituciones de nuestro ordenamiento.

Cuando, en el desarrollo de este trabajo, analizamos la naturaleza jurídica del contrato de *underwriting*, emitimos la opinión que la única modalidad que nosotros considerábamos como contrato de *underwriting*, era la del compromiso en firme, ya que como aseveramos anteriormente, ésta cumplía con todas las características que debe contener dicho contrato y que básicamente son las siguientes: financiación total o parcial por parte del *underwriter* a través de la inmediata suscripción de los títulos emitidos por una empresa necesitada de capitales.

Dentro de dicho contenido, aparecen ciertos elementos constituyentes que podrían generar

ciertos problemas para su adopción por parte de nuestro sistema jurídico.

8.1 Suscripción de acciones y condicionamiento de su venta.

Al analizar las normas regulatorias del contrato de *underwriting* en el ordenamiento peruano, pudimos apreciar la exigencia de la Ley a las “empresas” de suscribir “temporalmente” los títulos. Asimismo, la doctrina consultada coincide en que una de las características de dicho contrato radica en el compromiso asumido por la empresa de colocar los valores en el público.

Por otro lado, no se descarta la idea que la empresa emisora podrá tener interés en determinar el destino de tales títulos, porque desea que los suscriptores sean inversionistas especializados en el negocio que configura su objeto social y/o porque considera que los suscriptores deben tener una situación financiera y económica aceptable, entre otras razones.

En tal sentido, subyace a la naturaleza del contrato de *underwriting* el condicionamiento del derecho de propiedad del cual goza el *underwriter*. En pocas palabras, para configurar el contenido del contrato de *underwriting* es necesario poder limitar el derecho de propiedad del *underwriter*, quien siendo propietario deberá transmitir sus títulos en un tiempo establecido, y muchas veces a destinatarios indicados por la empresa emisora.

El artículo 882 del Código Civil indica que no se puede establecer contractualmente la prohibición de enajenar, salvo que la ley lo permita. En tal sentido, se podría sostener que en el caso del contrato de *underwriting* no se prohíbe la transmisión de los títulos, porque finalmente, aun cuando se condicione dicha transmisión no se la está prohibiendo. Sin embargo, el simple hecho de establecer condiciones a la transmisión, significa prohibir parcialmente la enajenación, ya que el *underwriter* se encontrará prohibido de transmitir los títulos en el tiempo que considere más

conveniente o que en todo caso le venga a bien decidir; lo mismo sucedería con el condicionamiento en relación a los destinatarios de la transmisión, ya que la prohibición recaería sobre las personas que no han sido indicadas por la empresa emisora como destinatarios.

Dicha interpretación traerá como consecuencia directa que el *underwriter*, aun cuando se obligue contractualmente a transferir de acuerdo a las indicaciones de la empresa emisora, podrá no hacerlo, y aun cuando incurra formalmente en incumplimiento contractual, el *underwriter* podrá alegar la disposición legal antes mencionada. En pocas palabras, ¿qué mecanismos de presión puede utilizar la empresa emisora para que el *underwriter* cumpla con su compromiso contractual de transmitir los títulos en un plazo y a destinatarios determinados, si de acuerdo a nuestro sistema jurídico, ya no sería propietario de tales acciones? Esta situación desnaturaliza de manera directa al contrato de *underwriting*.

Este problema no se presenta en los Estados Unidos de Norteamérica, lugar de origen del contrato materia del presente trabajo, porque en dicho país el *common law* distingue diferentes graduaciones de propiedad, cabiendo la posibilidad de encontrar en algunos casos bienes con dos propietarios, sin llegar a tener la condición de copropietarios. Esto es lo que se conoce como *freehold estates* y *estates less than freehold*. Dentro de la primera categoría se incluyen al *fee simple* y al *fee tail*; y dentro de la segunda encontraremos a los *estates for life* y los *estates for years*. Dichas categorías aluden al derecho de propiedad en diferentes graduaciones.

En la primera categoría se habla de inmuebles de propiedad de dominio absoluto por parte del propietario. Y las subcategorías justamente son modalidades de dicha propiedad, así tenemos que el *fee simple* será en principio el simple dominio, pero para su desarrollo se tendrá que recurrir a su vez a una clasificación, que incluye entre otras al *fee simple absolute* (pleno dominio), al *fee simple*

conditional (dominio condicionado) y al *fee simple defeasible* (dominio sobre un inmueble sujeto a condición resolutoria). Y por otro lado, el *fee tail* que viene a ser el dominio heredable limitado a ciertos herederos.

En cuanto a la segunda categoría, la doctrina ha establecido cierta analogía con el derecho de usufructo, en sus distintas modalidades: sucesivo, vitalicio (*estates for life*), condicional y a término (*estates for years*).

En todo caso, cabe señalar que el *fee simple conditional* le otorgaría un derecho incuestionable y de plena oposición a la empresa emisora, con lo que no se desnaturalizará el contrato de *underwriting*.

8.2 Derecho de suscripción preferente.

Dicho derecho se basa en el valor patrimonial del que goza, el cual se puede visualizar de manera clara en los casos en que el accionista no ejerce su derecho de preferencia, perdiéndolo en favor de quien sí lo hace, sin recabar beneficio alguno y afectando su posición por la emisión de nuevas acciones. Este hecho provocará una disminución en el porcentaje accionario, lo que a su vez originará que al accionista se le reduzcan ciertos derechos que se derivan de la tenencia de cierto número de acciones, como puede ser el caso de los supuestos siguientes establecidos en la Ley General de Sociedades: el artículo 117 se requiere un número de acciones que representen el 20% del capital social suscrito para exigir notarialmente la convocatoria a junta general de accionistas; el artículo 181 establece que se requerirá del 33% para que los accionistas puedan ejercitar directamente la acción de responsabilidad contra los directores; el artículo 227, que indica que para poder exigir que los estados financieros se sometan a auditoría externa o para exigir investigaciones especiales sobre aspectos específicos de la gestión social se requerirá del 10%; etc.

Según Hundskopf, adicionalmente existe “un

factor de equidad que es determinante, ya que los accionistas originales aportaron capital y esfuerzo a la sociedad y asumieron riesgos que ya no correrán los accionistas nuevos. Por ello, de ser necesaria para la sociedad una emisión accionaria, es justo (el resaltado es nuestro) que el accionista original tenga preferencia en la suscripción de tales acciones (...) ⁽²⁴⁾”.

En todo caso, la Ley General de Sociedades, reconociendo tal valor patrimonial, establece que dicho derecho no puede ser suprimido ni por disposición del estatuto social ni por acuerdo de junta general de accionistas. Lo que significa que el accionista por su propia voluntad podrá renunciar, pero no lo podrán hacer renunciar.

Esta circunstancia afecta directamente una de las características fundamentales del contrato de *underwriting*: la libre transmisión de los títulos emitidos por la empresa emisora al *underwriter*. En todo caso, ante esta circunstancia la utilización del *underwriting* se derivaría a sus modalidades de “mejor esfuerzo”, las cuales como ya hemos indicado, no son en estricto contratos de *underwriting*, trayendo como efecto inmediato la desnaturalización de la figura.

Sobre el particular, la doctrina se ha manifestado de manera diferente, es decir que no existe consenso en que el derecho de suscripción preferente detentado por los accionistas originales sea un obstáculo para el desarrollo de la operación de *underwriting*. Así tenemos a Carlos Alberto Gherzi, quien indica que “en ningún caso se debe obviar la posibilidad de que la emisión de acciones pueda ser suscrita por los propios accionistas (...), los que no pueden quedar postergados o perjudicados por el contrato de *underwriting* ⁽²⁵⁾”. En la misma línea, García Cuerva, citado por Gherzi, sostiene que “no sucede en nuestro derecho lo que en otras legislaciones, donde se reconoce expresamente la posibilidad de la intermediación de un banco o una entidad de crédito para la suscripción directa de todas las acciones, obligándose a la entidad financiera a ofrecer

(24) HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. *Negociabilidad de los derechos de suscripción preferente*. En: *Revista Peruana de Derecho de la Empresa*. Lima, No.19, 1986. p.30.

(25) GHERSI, Carlos Alberto. *Op.cit.*; p.544.

posteriormente a los socios la adquisición de las acciones en forma preferente⁽²⁶⁾”.

En cambio, en una posición contraria, Linares Bretón, esta vez citado por Ernesto Eduardo Martorell, indica que “será suficiente convenir que la posterior colocación deberá hacérsela ofreciendo en primer término a aquéllos accionistas en las condiciones estipuladas en el estatuto, y una vez ejercido el derecho, las acciones que no hubieren sido tomadas por ellos quedarán libres para la colocación pública⁽²⁷⁾”.

Finalmente, y en una posición conciliadora Martorell propone la “posibilidad de colocar provisionalmente las acciones en un grupo financiero, el cual se obligue a ofrecer las acciones con el mismo precio de suscripción (salvo la compensación de los dividendos, intereses y comisiones), a los antiguos accionistas⁽²⁸⁾”.

Cabe destacar, que el mismo Martorell concluye ante esta problemática, que por ahora, “el *underwriting* sólo funcionaría en la medida en que los propios accionistas declinen autofinanciarse, y dejen de suscribir ellos mismos toda la emisión accionaria que se apruebe⁽²⁹⁾”.

Consideramos por lo antes visto, que el derecho de suscripción preferente no significa necesariamente un obstáculo, ya que si partimos de la premisa que la empresa requiere de capitales para su financiamiento, y dichos capitales no pueden ser proporcionados por sus accionistas, el contrato de *underwriting* no irá en desmedro de estos últimos, sino en favor de la empresa, por lo que no encontramos razón alguna para su negativa a renunciar a su derecho.

En todo caso, una posible solución a tal problema, pero que encarecería la operación, sería la emisión de certificados de suscripción preferente, que contienen su derecho de suscripción preferente, por parte de la empresa emisora a favor de los accionistas originales y su posterior venta por parte de éstos al *underwriter*, quien finalmente podrá suscribir

sin obstáculo alguno las acciones emitidas por la empresa emisora interesada en el financiamiento.

8.3 Emisión de acciones bajo la par.

El artículo 84 de la Ley General de Sociedades prohíbe la emisión de acciones por debajo de su valor nominal. Según lo indica Carlos Gilberto Villegas, esta posibilidad se encuentra “generalmente prohibida por los fraudes que permite y la afectación al principio de intangibilidad del capital social⁽³⁰⁾”.

En todo caso, no podemos dejar de reconocer a la emisión de acciones bajo la par como uno de los mecanismos que se utilizan en la operación de *underwriting* para que el *underwriter* obtenga una ganancia, siempre considerando a la modalidad “en firme” como la única válida para configurar el contenido mínimo del contrato de *underwriting*.

Pero analicemos la razón por la cual en el caso de la operación de *underwriting* se puede preferir en ciertos casos que la emisión se realice bajo la par. Cuando el *underwriter* suscribe las acciones en firme, asume el riesgo de la transacción, es decir que la única forma en la que él se verá beneficiado con dicha adquisición será con la inmediata colocación en otros destinatarios. Pero dicha colocación, para que tenga sentido, deberá generarle un beneficio económico directo. En tal sentido el *underwriter* tendrá que colocarlas a un precio mayor de aquél por el cual las adquirió, lo que significa que tiene dos posibilidades: si las acciones fueron emitidas por su valor nominal, tendrá que venderlas a un mayor precio de mercado, pero ¿qué sucede si el precio de mercado se reduce durante la operación de *underwriting* a un valor igual al de su valor nominal o aún menor que éste? Es en estas circunstancias que la emisión de acciones bajo la par adquiere utilidad, ya que el riesgo del *underwriter* se reduce ostensiblemente. Desgraciadamente, ante la prohibición expresa de la emisión bajo la par, se reducen las posibilidades de contratación de la figura materia del presente trabajo. ^{APB}

(26) Ibid.; p.545.

(27) MARTORELL, Ernesto Eduardo. Op.cit.; p.515.

(28) Ibid.; p.516.

(29) Ibid.; p.517.

(30) VILLEGAS, Carlos Gilberto. Op.cit.; p.688.