

Clases de Underwriting

Eduardo A. Barreira Delfino

1. Conceptuación operativa [arriba] -

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

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

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

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

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

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

El objetivo del underwriting es trasladar al mercado el total de la emisión autorizada, de modo tal que al finalizar el periodo de convenio temporal, los títulos estén en

manos de inversionistas institucionales o particulares, razón por la que la entidad financiera cumple con su función legal de realizar una labor de intermediación financiera eficiente. Esta labor bien realizada permitirá un mayor desarrollo del mercado de capitales y por consiguiente, la consecución de recursos sanos para empresas privadas y públicas.

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

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

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

2. Modalidades de estructuración [arriba] -

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

Siendo que la actividad natural de los bancos, como intermediadores financieros institucionales que son, el ofrecimiento de líneas de asistencia crediticia y de financiación es el propósito prioritario en la celebración de este contrato. Conforme sean los riesgos de crédito que el banco asuma, el underwriting tiene como objetivo principal prefinanciar aquellas decisiones, sea de emisión de capital como de emisión de deuda, que organicen las empresas necesitadas del aporte de recursos de terceros para implementar y hacer realidad sus proyectos de ampliación y expansión.

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

. Underwriting en firme.

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

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

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

Se trata de una modalidad que implica el financiamiento directo al emisor y donde la emisora se asegura la colocación total de la emisión. Desde el punto de vista económico para el futuro, el underwriter asume el riesgo de colocación y de rentabilidad conforme sea el precio de colocación que obtenga del mercado. Riesgo que el underwriter debe minimizar al extremo, en el estudio, organización, asesoramiento e implementación de los servicios contratados.

. Underwriting a la espera (“stand by”).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Se ha reconocido, sin embargo, que la entidad financiera no financie la emisión, sino simplemente realizar una amplia tarea de asesoramiento previo, anticipando las

mejores condiciones de ubicación de los títulos, tanto cuando se ha decidido emitirlos como luego durante el trámite de su colocación.

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

. Underwriting de simple colocación.

En este supuesto no hay un adelanto de fondos y, consecuentemente, no hay suscripción ni financiamiento a favor del emisor. El banco solamente compromete una obligación de hacer, de prestar un simple servicio de carácter profesional, remunerado mediante una comisión o retribución específica, por la gestión de colocar los títulos en el mercado de capitales.

En realidad no estamos en presencia de un contrato de underwriting financiero, precisamente porque no existe ningún financiamiento. Simplemente se trata de un corretaje de títulos, a cargo de un agente colocador o mandatario.

Va de suyo que el underwriting auténtico es el que comprende una variante de financiación en la colocación de las obligaciones negociables emitidas, razón por la cual, esa operatoria ha sido contempladas en la ley 21.526 de entidades financieras, como una operación activa, que se nutre de los ahorros depositados por el público en general.

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