

“UNDERWRITING” DE TÍTULOS-VALORES MEDIANTE ACUERDO ENTRE ENTIDADES FINANCIERAS, BAJO FORMA DE UNIÓN TRANSITORIA DE EMPRESAS

Jorge R. Hayzus

Conviene difundir las modalidades del *Consortio Garantizador* a fin de que el contrato que lo constituye sea inscripto en los Registros Públicos de Comercio con la rapidez que exige una operación de oferta pública.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo se apoya en cuatro premisas:

- 1) El ofrecimiento público regido por la Ley 17.811 provee el medio adecuado para la colocación de nuevas emisiones; cuando la sociedad emisora aspira a ganar posición en el mercado de capitales.
- 2) La etapa primaria de distribución de títulos valores puede requerir, en determinadas circunstancias, la intervención de entidades financieras y otras afines, que se encarguen de la oferta pública, garantizando la colocación íntegra de dichos títulos.
- 3) La formación de consorcios garantizadores reclama una estructura contractual que satisfaga cabalmente las necesidades del negocio, comenzando con la certidumbre de un oportuno finiquito de las formalidades legales.
- 4) Siendo indispensable la inscripción del contrato de unión temporaria (UTE) en el Registro Público de Comercio del lugar de celebración, es de importancia práctica el producir y difundir una caracterización del consorcio garantizador, para facilitar -llegado el caso- la verificación del cumplimiento de los requisitos de la Ley de Sociedades.

Conforme a dicho objetivo, se trata a continuación de exponer la función del

consorcio garantizador y luego de indicar la correlación entre las cláusulas esenciales del contrato que lo constituye y los requisitos expresados por la ley para las UTE.

I. FUNCIÓN DEL CONSORCIO GARANTIZADOR

El caso se da cuando la sociedad emisora -que puede no ser empresa líder a nivel nacional- resuelve encomendar la organización del ofrecimiento público a una entidad -que puede ser un Banco principal en la zona de influencia de aquella- pidiéndole además que le provea la seguridad de la colocación total de la emisión. Ya sea por el monto de la operación o en razón de sus características, surge entonces la necesidad de que el compromiso de garantía sea compartido, para que el riesgo inherente -subdividido a satisfacción de cada participante- sea llevadero. (Ver nota al final).

El contrato *entre underwriters*, que se describe aquí, sirve de soporte para el contrato de underwriting, a celebrarse entre el emisor y el consorcio. La negociación de ambos se ubica en los tramos finales de los preparativos de una emisión, antes de la autorización de la misma por la Comisión Nacional de Valores.

El contrato entre los *underwriters* aporta los siguientes elementos de orden práctico para que la operación pueda seguir adelante:

1) Designación y facultades del *manager*

Las entidades que acuerdan formar el consorcio designan a aquella que lo encabezará, confiriéndole por una parte la representación del consorcio ante terceros, en especial la sociedad emisora y encomendándole por otra la atención de los aspectos organizativos y de gestión del ofrecimiento público. Ello no impide que el emisor elija otra entidad, fuera del consorcio, para actuar como su agente de suscripción, o para asumir la representación de los inversores en una emisión de obligaciones negociables.

2) Condiciones del acuerdo con el emisor

En tanto la entidad *manager* sea facultada para negociar con el emisor, el contrato contemplará los principales términos del compromiso de garantía. Serán típicamente los relativos a monto de la emisión, plazos del ofrecimiento, precio de suscripción, retribución de los *underwriters* (dentro de la cual cabría la de los agentes colocadores) gastos a cargo del emisor en concepto de publicidad y promoción, responsabilidades que asume el emisor, etc. Pueden asimismo reser-

vase los participantes la aprobación del Prospecto antes que sea presentado a la autoridad de contralor.

3) Condiciones del compromiso de garantía

Es esencial la determinación del monto máximo con el cual concurre cada participante. En principio, la sumatoria ha de coincidir con el importe de la colocación total, que el emisor espera recibir. La obligación de cada parte es individual, sin solidaridad con las demás. Sin embargo, puede pactarse una contribución adicional, de hasta tanto por ciento, para cubrir la eventualidad de algún incumplimiento. En caso de haber un remanente no suscrito de la emisión, cada parte concurre a pagarlo *a prorrata* y los títulos valores así adquiridos por el consorcio permanecen en condominio indiviso a nombre del mismo, corriendo todos los participantes la suerte de la colocación del saldo durante un período determinado.

4) Organización del ofrecimiento público

Cada participante vuelca a favor del consorcio su propio *poder de colocación*, promoviendo el ofrecimiento entre su clientela y ante el público en general. Suele ser tarea del *manager* armar la campaña de promoción y establecer una red de distribución a nivel de *agentes colocadores*.

5) Incorporación de más *underwriters*

Puede preverse que otras entidades sean invitadas a unirse al núcleo constitutivo del consorcio, una vez acordadas las condiciones del ofrecimiento con el emisor. Dichas entidades adherirán a la U.T.E. sin posibilidad de modificar el contrato. El monto de sus compromisos reducirá *a prorrata* el de cada miembro original.

6) Atención del mercado *posofrecimiento*

Aun si la colocación es exitosa, y con mayor razón si queda un saldo a cargo del consorcio, conviene prever ciertas modalidades de intervención en el mercado secundario por un tiempo prudencial, a fin de resguardar la normal negociación de los títulos valores hasta que hayan sido suficientemente asimilados.

II. REQUISITOS DEL CONTRATO SEGÚN LA LEY DE SOCIEDADES

De la descripción que antecede puede colegirse que el proceso de colocación de una nueva emisión es complejo y llega a abarcar un período extenso. En consecuencia, la creación de un consorcio y la sucesión de actos necesarios al cumplimiento de su objeto reclaman el marco de una instrumentación adecuada. La Unión Transitoria de Empresas provee una forma contractual que no existía antes de 1983, y aunque pensada más bien para otros tipos de negocios, resulta idónea para configurar el consorcio garantizador de nuevas emisiones.

Las Uniones Transitorias de Empresas no constituyen sociedades ni son sujeto de derecho. No se presume la solidaridad entre los participantes. Hay un régimen de representación que facilita el cometido de la UTE, así en lo interno como frente a terceros. La idea central (art. 377) es *reunirse*; si las partes resuelven reunirse es porque juntas pueden lograr su propósito mejor que separadas. El motivo es el “desarrollo o ejecución de una obra, servicio o suministro”, para lo cual el contrato (art. 378 inc. 1º) describirá las actividades que se contemplan y de qué medios se dispondrá al efecto.

En términos económicos, el apoyo a la sociedad emisora para conseguirle la colocación íntegra de una nueva emisión es un *servicio* dentro de la amplitud que confiere a este vocablo la definición del art. 377. Al contratar con la UTE la sociedad emisora confía en recibir el servicio que la especialización de sus integrantes les permite ofrecer. La seguridad en la obtención de los recursos que el emisor persigue es un valor agregado, y por eso el emisor está dispuesto a pagar una retribución adicional a la que correspondería en un simple mandato de colocación *al mejor esfuerzo*.

Además del compromiso de suscripción en subsidio, que el consorcio asumirá conforme a lo antes expresado, podría ser del caso “ejecutar ... servicios complementarios y accesorios”, como serían la organización del ofrecimiento, la promoción ante el público y otras tareas conexas, en cuya realización no todas las entidades intervinientes han de participar necesariamente o en igual forma.

La especificación del objeto de la UTE consiste en una descripción adecuada de su cometido en la prestación del servicio a la sociedad emisora. Con nombrar en ésta, a la naturaleza de los títulos valores y al monto de la emisión, se está enfocando aquella descripción de tareas sobre un caso concreto, que determina la razón de ser y la oportunidad de la formación de la UTE. Del mismo concepto se deriva el plazo del contrato, que es co-extensivo con el tiempo durante el cual se ha de prestar el servicio hasta el cumplimiento del compromiso de integración total de la emisión, extendido si fuera el caso a la realización de las operaciones de interés común que resultaran necesarias para finalizar la colocación.

La denominación de la UTE ha de incluir la razón social de uno, varios o todos los participantes, seguida de la expresión *UTE*. No parece objetable incluir además la identificación de la emisión que hace al objeto del consorcio. El régimen de representación debe proveer a la(s) entidad(es) designadas al efecto en el contrato, de las atribuciones necesarias "... para contraer las obligaciones que hicieren al desarrollo o ejecución del ... servicio", tal como lo expresa el art. 379.

El principio de la proporcionalidad rige en orden al compromiso de integración del saldo no suscripto así como a las contribuciones que deban hacer los miembros a efectos de constituir o reforzar el fondo operativo. La responsabilidad ante el emisor no es solidaria (art. 381). En cambio la distribución de la comisión cobrada al emisor (generalmente retenida del producido de la colocación) admite distintas modalidades, en función de asignación de tareas (*managers*), responsabilidad asumida (*underwriters*) y desempeño en la colocación. El régimen operativo del consorcio será determinado en el contrato de UTE respecto de las sucesivas etapas del negocio, según el mismo vaya a concluir con un éxito total del ofrecimiento o se abran las instancias de recolocación del saldo y atención del mercado.

Todas estas cuestiones son de interés fundamental para los integrantes del consorcio, a la vez que ajenas a la sociedad emisora excepto en cuanto ésta habrá de conocer -al celebrar el contrato de *underwriting*- quiénes garantizan la colocación y por qué montos. La nómina de *underwriters* y sus respectivos límites individuales deberán ser coincidentes con lo estipulado en el contrato de UTE, lo cual indica que éste es previo a la negociación que la entidad designada como representante del consorcio habrá de emprender con la sociedad emisora para formalizar el *underwriting*.

En tanto las prácticas de mercado impongan un eslabonamiento tal que el contrato de *underwriting* deba preceder en un tiempo bastante considerable al cierre del ofrecimiento público, el contrato de UTE a su vez tendrá que celebrarse con anticipación aún mayor para dar tiempo a su inscripción en el Registro Público de Comercio.

Este requisito queda más allá de la voluntad y de la diligencia de las partes, aun cuando hayan dado cabal cumplimiento a las demás condiciones que los artículos 377 y siguientes de la Ley de Sociedades imponen para constituir una UTE y proveer a su regularidad formal. De allí que el empleo de esta figura asociativa para operaciones de mercado primario dependa en gran medida de la confianza que pueda haber en torno a la viabilidad de la inscripción en Registros Públicos de Comercio que no las conocen, dentro de los ceñidos plazos en los cuales dichas operaciones deben ser estructuradas.

Cuanto más complejo sea el desarrollo del ofrecimiento y más prolijo en

consecuencia el diseño de la operación en el marco del consorcio, tanto más parece interesante el formato de la UTE para albergar las cláusulas que articulen el funcionamiento de aquél de acuerdo con las circunstancias. El valor de estas estipulaciones se apoya en el máximo rigor jurídico, pues ni las entidades participantes ni el emisor quieren dejar margen a la duda. Si la inscripción en el Registro Público de Comercio es requisito esencial para la existencia de la UTE, es evidente que sólo habrá interés en constituir la si dicha inscripción puede lograrse en tiempo útil. Al fin y al cabo, hay también otras maneras de reglar las relaciones entre los *underwriters* y con el emisor.

Nota: En homenaje a la brevedad, se han omitido consideraciones generales que pueden sin embargo ser examinadas en "El Ofrecimiento Público de Títulos-Valores con Garantía de Colocación" (El Derecho, Tomo 110, págs. 843 y sig.) del mismo autor, especialmente en los puntos 1), 2) y 3) del trabajo.