



UNIVERSIDAD DEL AZUAY

FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS

ESCUELA DE DERECHO

Tema: “El contrato de Underwriting.”

Trabajo de graduación previo a la obtención del título de Abogado de los
Tribunales de Justicia de la República.

Autor: Juan Pablo Serrano Espinoza.

Director: Dr. Remigio Auquilla Lucero.

Cuenca, Ecuador

2016

DEDICATORIA

A mis hijos, Pablo Matías y Ariana Valentina por ser mi inspiración, fortaleza y el pilar en el cual se fundan todos y cada uno de mis actuare diarios, a mi esposa por su apoyo incondicional y el amor demostrado en todo este proceso, a mis padres por su ejemplo, bondad y el amor que me han brindado a lo largo de mi vida, de forma especial a mi padre por confiar en mí y permitirme gracias a su esfuerzo y sacrificio conseguir una meta y un sueño tan importante en mi vida, a mis hermanos y por supuesto a Dios

AGRADECIMIENTO

Mi más profundo y sincero agradecimiento al Dr. Remigio Auquilla Lucero, por el apoyo incondicional brindado en la realización del presente trabajo de grado, así como el aporte constante y sobrado de sus amplios conocimientos en la estructura y desarrollo del mismo. De igual manera quiero agradecer a todas y cada una de las personas que formaron parte de mi vida universitaria, pues dejaron en mí, grandes recuerdos y muy gratos momentos que difícilmente olvidare.

INDICE

DEDICATORIA.....	2
AGRADECIMIENTO.....	3
INDICE.....	4
RESUMEN.....	7
ABSTRACT.....	8
INTRODUCCIÓN.....	9
CAPÍTULO I.....	11
ANTECEDENTES.....	11
1.1.- Etimología.....	14
1.2.- Evolución histórica del Contrato de Underwriting.....	14
1.3.- Concepto del Contrato de Underwriting.....	16
1.4.- Características del Contrato de Underwriting.....	19
1.5 CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES:.....	20
1.6 CARACTERÍSTICAS FUNCIONALES:.....	21
1. El otorgamiento de financiamiento:.....	21
2. La canalización de recursos:.....	22

3. La prestación de servicios:	22
CAPÍTULO 2.	26
ANÁLISIS EN LA LEGISLACIÓN ECUATORIANA DEL CONTRATO UNDERWRITING	26
2.1. Tratamiento en la Legislación Ecuatoriana y Latinoamérica del Contrato Underwriting.....	26
2.1.1 <i>Tratamiento en Latinoamérica</i>	26
2.1.2 <i>Tratamiento en Ecuador</i>	29
Los requisitos para ingresar al mercado de valores de Ecuador son:	37
2.1.3 Emisión de valores	39
2.1.4 Naturaleza Jurídica del Contrato Underwriting.....	40
2.1.5 Partes Que Intervienen Y Ventajas Del Contrato Underwriting.	42
2.1.5.1 Entidad emisora.	43
2.1.5.2 Underwriter	44
2.1.6 Títulos Objeto del Contrato	46
2.1.7 Contenido Y Naturaleza Jurídica Del Contrato Underwriting.....	47
CAPITULO 3.	50
3.1 Objeto Y Ejecución Del Contrato Underwriting.	50

Objeto del contrato Underwriting.....	50
3.2 Ejecución del Contrato Underwriter.....	54
1. Estudio financiero-económico.....	54
2. Emisión y posterior colocación de los títulos valores.	56
3. Suscripción del contrato y prefinanciación de la entidad emisora.	56
3.3 Modalidades Del Contrato Underwriting	57
1. “En Firme.	57
2. “No en firme.....	59
1. Con Garantía total o parcial de adquisición.	60
2. Del mejor esfuerzo.	61
3. Colocación de todo o nada	61
3.4 Derechos y obligaciones de las partes.	62
3.5 Otros Intervinientes.	66
3.6 Conclusiones y Recomendaciones.....	69
Conclusiones:	69
Recomendaciones:	70
BIBLIOGRAFÍA	72
ANEXO	75

RESUMEN

El Contrato de Underwriting surge, por una creciente necesidad económica de obtener dinero, vía financiamiento, para las empresas que necesitan fuentes de liquidez con el objetivo de sostenerse en el tiempo, considerando indispensable desarrollar el presente trabajo de titulación académica, se aborda en un primer capítulo, los antecedentes del contrato Underwriting; analizo la etimología del término que define al contrato, la evolución histórica, para conceptualizar tomando en cuenta los elementos constitutivos y sus características. El segundo capítulo indago el tratamiento en legislación latinoamericana y ecuatoriana, partes que intervienen y requisitos, el tercer capítulo investigo los aspectos del objeto y ejecución del contrato, su función económica, los derechos, las obligaciones de las parte, los tipos de underwriting. Como último acápite se aborda las conclusiones alcanzadas en base a la investigación realizada.

ABSTRACT

The Underwriting Agreement arises due to a growing economic need for companies that need liquidity sources to obtain money through financing in order to be sustained over time. Therefore, this indispensable academic graduation work addressed in the first chapter the background of Underwriting Agreement. In addition, it analyses the etymology of the term that defines the contract and its historical development, so as to conceptualize taking into account its elements and characteristics. The second chapter investigates its treatment in the Latin American and Ecuadorian law, parties involved and requirements. The third chapter deals with aspects of the object and execution of the contract, its economic role, rights, obligations of the parties, and types of underwriting. The last paragraph discusses the conclusions reached on the basis of the research performed.




Translated by,
Lic. Lourdes Crespo

INTRODUCCIÓN

El contrato de underwriting ha sido interpretado bajo cierta perspectiva y gracias a la función que desempeña, como un instrumento legal y financiero que cumple el rol de normativizar en determinado sentido el proceso del manejo de recursos en pro de las actividades productivas que llevan a cabo las empresas, involucrando para esto al mercado de valores.

Para comprender esto se ha de tomar en cuenta que una empresa, al inicio de sus actividades, va a requerir de un capital semilla con el cual trabajar y propender al crecimiento. La fuente de este capital puede provenir de los recursos propios de los socios accionistas de la empresa a través de la auto-financiación de sus actividades, pero más adelante, en el caso de que se requiera una fuente mayor de financiamiento debido a que dicha empresa ha llevado a la práctica sus intenciones de crecer, va a requerir de alternativas adicionales que le permitan adquirir los recursos que necesita invertir para sostener su crecimiento, y es bajo este escenario que surgen las actividades de manejo de títulos valores, y, en consecuencia, se da cabida a la suscripción de contratos tipo underwriting.

Bajo la figura del “underwriting” se logra asociar dos entidades de distinta naturaleza y funciones complementarias, con la finalidad de que la una respalde a la otra comercialmente. En el contrato que respalda esta figura se detalla los mecanismos bajo los cuales actuará esta cooperación de entidades y se perseguirá siempre la meta de procurar el mayor beneficio posible de sus socios a través del crecimiento del valor de las acciones que se traducirá, en consecuencia, en un crecimiento de capital comercial.

La principal motivación del presente trabajo investigativo y descriptivo ha sido la de ofrecer un sustento que permita comprender las implicaciones de la figura legal y financiera del contrato de “underwriting” para posteriormente poder distinguir la necesidad de abordar analíticamente los postulados de este tipo especial de convenio y así reconocer los casos en los que se debe, y no, aplicar una forma legal como la abordada.

CAPÍTULO I.

ANTECEDENTES

Debido a las condiciones cambiantes de las sociedades y sus economías, las mismas que en las últimas décadas se han visto involucradas en un proceso de globalización, con lo cual se han generado condiciones específicas para la labor de las empresas o sociedades con fines de lucro, las cuales han debido volverse cada vez más competitivas y creativas en cuanto a los mecanismos o alternativas de financiamiento que les permita desarrollar sus actividades e incrementar sus capitales.

Una de las alternativas que se ha dado para que estas empresas vean crecer sus patrimonios ha sido el manejo de actividades dentro del mercado de capitales, llevando a cabo convenios con inversionistas que asuman un cierto riesgo que implica la negociación de títulos de valores bajo esta modalidad.

El Contrato de Underwriting surge, así, debido a esta creciente necesidad de obtener una vía de financiamiento para las empresas que necesitan fuentes de liquidez para sostenerse, bajo un contexto de crecimiento económico sostenido en los países desarrollados.

El tratadista Ruiz Torres expone que el contrato de underwriting surgió como una eficiente opción de financiamiento dirigida especialmente a sociedades comerciales que, a falta de la colaboración económica de sus asociados o lejos del alcance de otras fuentes de liquidez, procuran por sí mismas y en colaboración con un intermediario financiero la obtención de dinero con plausible celeridad - imposible de conseguir bajo otras circunstancias -, ofreciendo títulos valores emitidos por aquélla que darán lugar,

finalmente y en atención al nomen juris de este contrato, a la suscripción por terceros - de acciones y de bonos (Ruiz Torres).

La función bajo la cual está pensado el contrato de underwriting puede ser descrita como una función de carácter económico ya que, en resumen, “el underwriting facilita la adquisición de emisiones de títulos valores a precio fijo y garantizado, para ser colocados, mediante venta, en el público (Romero-Pérez)”.

Esto se lleva a cabo mediante la estipulación en el contrato que es objeto de estudio, de la intervención de dos partes: una entidad financiera y una sociedad comercial. La entidad financiera adquiere el compromiso de prefinanciar la emisión de títulos de la segunda parte interviniente con la finalidad de colocarlos entre el público. Puede, sin embargo, aceptarse la posibilidad dentro de esta figura, de que la entidad no asuma el refinanciamiento. En estas condiciones, la entidad se ve obligada a llevar a cabo su mejor esfuerzo en el proceso de colocación de los valores de la empresa. Bajo otras condiciones, la entidad financiera o la parte que es denominada como “Underwriter”, “vía contrato, asume la obligación de adquirir las acciones o bonos, para su posterior venta al público. En este caso, asume ella el riesgo del mercado. Sin embargo, también se acepta el expediente a través del cual, el “Underwriter” se compromete sólo a vender o distribuir los títulos, por lo cual los riesgos del mercado recaen en la sociedad emisora (Romero-Pérez)”

Un contrato de Underwriting se presenta, en los tiempos actuales, como una herramienta legal válida a tener en cuenta para que una empresa, sociedad, compañía, etc. que quiera adquirir solvencia financiera y comercial, incremente sus posibilidades de contar con el capital requerido a través de la negociación en un mercado de valores de sus acciones.

El Underwriting permite que terceras personas adquieran títulos valores de una empresa, valiéndose de la intermediación que ofrece una entidad financiera autorizada a llevar a cabo dicha intervención. Es un contrato caracterizado por el elemento societario, es decir, se trata de un contrato de colaboración, “por el beneficio económico-financiero mutuo que se genera en el ente emisor y en el intermediario financiero quien es primordial colaborador en la ejecución contractual (Ruíz Torres)” Sin la colocación de las acciones o títulos de valores, por parte del intermediario financiero, en el mercado de capitales, los beneficios deseados no se obtendrían.

Se debe destacar que para que las operaciones que son concebidas bajo la modalidad de un contrato de underwriting, sean lo suficientemente eficientes en cuanto a la obtención de los beneficios deseados, se necesita que la labor de suscripción de títulos de valores sea correctamente realizada y siempre bajo el reglamento legal normativo vigente, ya que este factor permitirá que se lleve a cabo un mejor desarrollo del mercado de capitales y se logrará adquirir recursos sanos y legales para las empresas que decidan trabajar bajo estos procesos de generación de recursos.

El contrato de Underwriting puede ser concebido siguiendo la forma de tres modalidades de sujeción que se diferencian por las prácticas que garantizan y por el grado de riesgo asumido por las partes. Entre estos tipos o modalidades del contrato se cuentan, en primer lugar, la Colocación en Firme o Underwriting en Firme, en segundo lugar está la Colocación Garantizada y por último está la llamada Colocación al mejor esfuerzo. La primera es una modalidad que resulta beneficiosa para la empresa emisora ya que el intermediario es el que asume el riesgo total de las actividades. En la segunda modalidad el intermediario se compromete a adquirir las acciones remanentes, de haberlas, al finalizar el contrato, con la finalidad de que estas queden garantizadas para el emisor. En la última modalidad del contrato el intermediario no corre ningún riesgo y

se compromete a “hacer su mejor esfuerzo” para colocar favorablemente las acciones de emisor, jugando un gran papel, en este caso, la potencialidad de negociar las acciones que posee la entidad financiera que se ocupa de la intermediación (Ruíz Torres).

Debido a su función y estructura, el contrato de underwriting puede ser conocido también bajo las figuras que se enumeran a continuación:

- a) Contrato de Pre-financiamiento.
- b) Contrato de Emisión y Colocación de Títulos Valores.
- c) Suscripción Temporal (Ruiz Torres).

1.1.- Etimología

El término “underwriting” aplicado para describir este tipo de contrato se deriva del verbo en el idioma inglés “to underwrite” que si bien literalmente quiere decir “escribir debajo de” al traducirlo al español, tiene la significación de “suscribir” o “rubricar”. (Ruiz Torres)”.

Underwrite: infrascrito, escribir abajo, suscribir al pie. Se puede traducir como suscribir, asegurar contra riesgos, suscribir una emisión de valores. Asegurar contra los riesgos de una operación financiera (Romero-Pérez 96).

1.2.- Evolución histórica del Contrato de Underwriting

Para explicar el origen del contrato de underwriting se debe remontar el análisis a un documento que puede ser definido como su predecesor: el contrato de seguro marítimo de Inglaterra que apareció a fines del siglo XVIII. La función que este contrato cumplía significaba que, en virtud del mismo, los asegurados que pasaron a ser llamados “underwriters”, asumían todos los riesgos que implicaba el llevar a cabo una travesía

determinando un valor específico para el hecho de asumir este riesgo. El mecanismo descrito en este documento y la suscripción de este contrato se pasó a denominar "underwriting" desde ese entonces (Fernández Vásquez).

Debido a que en el siglo XIX empezó a darse el auge de las industrias y manufacturas, también empezó a generarse una figura nueva a través de la constitución de empresas que trabajaban reguladas bajo la modalidad de sociedades anónimas. Estas empresas se vieron en la necesidad de conseguir fuentes de financiamiento y lo que hicieron muchas de ellas fue recurrir a este financiamiento a través de mecanismos de crédito. Este escenario fue determinante para que algunos intermediarios suscriban títulos de las empresas mencionadas existiendo la posibilidad de que los puedan vender nuevamente a un precio más alto, tal y como se describe en la siguiente cita:

En este contexto surgió una actividad que consistía en la suscripción por parte de un grupo de intermediarios financieros de los títulos emitidos por la empresa necesitada de recursos, para luego revenderlos a un mejor precio. A este modo de actuar se le llamó también "underwriting", iniciándose así el desarrollo de una operación especulativa que fue evolucionando hasta alcanzar niveles muy sofisticados (Fernández Vásquez).

Como se reseña en la cita, la actividad desarrollada con el underwriting pudo haber sido caracterizada como una actividad de naturaleza especulativa que en sus orígenes pudo así mismo haber sido cuestionada por algunas partes, pero con el tiempo alcanzó un grado de sofisticación en su forma al punto de alcanzar representaciones legales y reguladas por la normatividad de los distintos países que lo acogen.

Es así que, se podría decir, que el contrato de underwriting tiene un origen anglosajón, pues se remonta a Inglaterra, exactamente a fines del siglo XVIII, como ya se mencionó anteriormente. La siguiente cita contiene detalles del escenario originario del underwriting:

Fueron los armadores y asegurados marítimos quienes originaron el contrato teniendo como antecedente el seguro marítimo, asumiendo el riesgo del viaje. Ya durante el siglo XIX y coincidiendo con el crecimiento de la gran empresa industrial, surgió la conveniencia de recurrir al crédito del público, haciéndolo empresas especializadas que se dedicaban a la promoción de títulos valores y a la búsqueda y colocación de los mismos entre el público inversionista. Esto exigía, desde luego, un amplio conocimiento del mercado de capitales (Fernández Vásquez).

Luego de su nacimiento como forma legal sui generis, el contrato de underwriting pasó a ser ampliamente difundido en países como Estados Unidos y Brasil.

En la actualidad se ha perfeccionado la figura a través de la cual las entidades del sistema financiero, se encargan de colocar los títulos valores en el mercado, cuando el volumen de operación de una empresa o sociedad anónima así lo amerita (Romero-Pérez).

1.3. -Concepto del Contrato de Underwriting.

La razón por la que se utiliza un término anglosajón para describir al contrato que ocupa el presente análisis se debe a que no se ha encontrado en Español un término que otorgue la significación adecuada para describir la actividad o transacciones que cubren esta forma legal, tal y como se reseña en la siguiente cita:

No existe en el idioma español un término que traduzca adecuadamente el significado del underwriting el cual, en su significación más amplia se refiere a la compra de una emisión de títulos valores a un precio fijo garantizado con el propósito de vender esta emisión entre el público (Guerrero Delgado) .

Si se revisa detenidamente la doctrina legal existente sobre el tema, se puede encontrar algunas definiciones que abarcan determinadas partes del contrato, definiciones entre las cuales se puede traer a colación aquella que asume que el contrato de actividad de underwriting es el símil de la colocación segura de valores, que implica la existencia de una relación establecida entre el mercado monetario y el mercado de capitales. Este contrato, siguiendo esta línea de definición, daría lugar a la “sustitución de compromisos de corto plazo por capital de riesgo de largo plazo”. (Guerrero Delgado).

Por otro lado, algunos otros analistas del tema definen el contrato que ocupa el presente trabajo, tomando en cuenta solamente su modalidad en firme: "En su definición más estricta, el underwriting puede ser interpretado como la compra de una emisión de títulos valores a un precio fijo y garantizado, con el propósito de vender esta emisión entre el público” (Guerrero Delgado).

Se trata de un procedimiento que bajo diversas modalidades permite que una entidad que actúa en el mercado de capitales anticipe a un emisor de títulos valores el producido de su futura colocación entre el público (Guerrero Delgado).

Así mismo, otros analistas toman en cuenta las distintas modalidades bajo las cuales es posible llevar a cabo una actividad que puede ser descrita como underwriting. El Instituto Brasileiro De Mercado de Capitales define a una operación de underwriting como “aquella en la cual la institución financiera colocadora (underwriting) adquiere las

acciones o bonos para venderlos posteriormente al público asumiendo el riesgo del mercado”. En *Colombia* a los comisionistas de bolsa constituidos como sociedades anónimas, realizar varias operaciones diferentes a la comisión de bolsa, operación específica la del underwriting, en *Argentina* el underwriting es una forma de intervención de las entidades financieras en el mercado de capitales, No obstante, se debe tomar en cuenta que el término aplica además para la designación de casos en los que la institución financiera cumple el rol de vender o distribuir dichos valores, por lo que el riesgo recae automáticamente en la empresa emisora (Guerrero Delgado).

Bajo esta perspectiva, "el contrato de underwriting es aquel que realiza una institución financiera o intermediaria bursátil quien se encarga de adquirir, o distribuir los valores emitidos, de acuerdo a la modalidad de underwriting que se adopte, para luego colocarlos dentro del mercado, asumiendo según el caso, el riesgo que surge de su colocación (Guerrero Delgado)".

Otros autores como; MARTORELL, puntualiza que el contrato underwriting “es un instrumento jurídico que permite canalizar la asistencia financiera requerida, mediante suscripción de títulos valores emitidos por la sociedad emisora beneficiaria, por parte de terceros”

LINARES BRETON, indica que el contrato underwriting “es aquel en virtud del cual una entidad emisora de valores mobiliarios conviene con una entidad financiera, bien sea banco de inversión, compañía financiera o banco comercial, su participación en la colocación publica a fin de asegurar la cobertura de esa emisión.”

A manera de síntesis y tomando en cuenta todas las perspectivas que se ha tratado de abordar con anterioridad sobre el concepto del underwriting, se puede resumir que el contrato se define como aquel que es celebrado entre una entidad financiera con una

sociedad comercial, por medio del cual la primera se obliga a prefinanciar los títulos valores emitidos que son emitidos por la sociedad, para su posterior colocación entre el público.

El underwriting es un contrato propio del mercado de capitales, el cual se celebra entre un intermediario financiero llamado Underwriting, con una sociedad comercial, por medio de este contrato, el underwriting se obliga a prefinanciar valores mobiliarios emitidos por la sociedad comercial para luego colocar estos valores en el mercado, garantizando la suscripción por los inversionistas y obteniendo los valores si no hubo la posibilidad de colocar a terceros.

En el *Ecuador* de acuerdo con el Reglamento emitido por la Superintendencia de Compañías del Ecuador el underwriting está definido en el Art. No. 1 como: “El contrato de underwriting es aquel en virtud de cual una entidad autorizada para el efecto y una persona emisora o tenedora de valores, convienen en que la primera asuma la obligación de adquirir una emisión, o un paquete de valores, o garantizar su colocación o venta en el mercado, o la realización de los mejores esfuerzos para ello”.

Para los fines de este Reglamento se entenderá por paquete cualquier monto definido por las partes”

1.4.- Características del Contrato de Underwriting.

El contrato de underwriting puede ser caracterizado en términos generales como un contrato de tipo bilateral y consensual, decimos que es un contrato de tipo bilateral pues necesariamente van a existir dos partes contratantes, las mismas que se obligan recíprocamente la una hacia la otra, de tal manera que generan entre ellas obligaciones de carácter recíprocas, decíamos también que al contrato de underwriting lo podemos

definir como un contrato de tipo consensual, en virtud de que este contrato se perfecciona con el consentimiento de las partes. Es además oneroso debido a que resulta evidente que bajo esta forma las dos partes intervinientes están en capacidad de percibir los beneficios del convenio, además de que adquieren determinadas obligaciones que resultan ser, a fin de cuentas, de carácter recíproco. Es, así mismo, conmutativo en que cada una de las partes se obliga a dar o hacer una cosa cierta, reconocida y equivalente a la que se recibe; aleatorio ya que implica el correr un riesgo, sobre los diferentes aspectos de la relación contractual, el termino aleatorio proviene de la palabra alea que significa suerte, innominado/atípico y no formal debido a que en muchas de las oportunidades estas formas carecen de un detallado marco regulador o normativo que dicte su desarrollo y actividades.

A continuación se presenta una caracterización en la cual se procede a realizar una subdivisión de los rasgos estructurales y funcionales de un contrato de underwriting, a saber:

1.5 CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES:

- Es un contrato consensual, puesto que se perfecciona con el simple consentimiento de las partes, y desde ese momento surge efectos jurídicos, independientemente de que se lleve a cabo la colocación de los valores en el mercado. También es consensual porque surge del pleno consentimiento de ambas partes.
- Es un contrato de prestaciones recíprocas, conmutativo y de tracto sucesivo ya que las obligaciones son mutuas y correlativas, donde las partes conocen los riesgos y peligros que corren al realizar esta operación.

- Es un contrato oneroso, en virtud de que cada parte debe cumplir una prestación cuantificable económicamente; más aún, configurando el underwriting una operación financiera realizada entre una institución de crédito y una empresa, no es posible presumir tampoco la gratuidad de la prestación, es decir es oneroso ya que existe una ganancia para las dos partes al momento de celebrar el contrato, ya que el emisor obtiene el financiamiento y el underwriter una ganancia entre el valor adquirido y el precio en el que colocó el título en el mercado.
- De servicios, ya que es un contrato que implica servicios de asesoramiento por parte del underwriter ya que deberá hacer los estudios de factibilidad de colocación de los títulos valores.
- No existe disposición legal que exija el cumplimiento de formalidades, para la celebración del contrato de underwriting.
- El contrato no está aún regulado integralmente por lo que se podría decir que es un contrato atípico (Fernández Vásquez).

1.6 CARACTERÍSTICAS FUNCIONALES:

1. El otorgamiento de financiamiento:

El término financiamiento se lo puede definir como el acto de hacer uso de recursos económicos, ya sea para cancelar obligaciones, pagar bienes o servicios. El financiamiento puede provenir de diferentes fuentes, en empresas lo habitual es el financiamiento externo, ya sea con créditos en el banco, pero también puede obtener dinero con la emisión de bonos que acreedores particulares compraran (Contrato underwriting). Contrato por el cual 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.

El carácter financiero de este contrato, resulta del hecho, de ser una técnica que consiste en la financiación, que obtiene el emisor de los valores mediante el anticipo de su valor de colocación en el mercado.

2. La canalización de recursos:

Para su buen funcionamiento es necesario una estructura suficientemente diversificada para ofrecer a los inversores un fácil acceso a las fuentes de financiación, es decir que se debe ofrecer una diversidad de productos tanto para ahorradores como para inversores buscando un coste de intermediación mínima. La misión del underwriter es canalizar recursos desde los oferentes hacia los demandantes de fondos, con el objetivo de capitalizar, desarrollar y expandir las empresas.

3. La prestación de servicios:

El underwriter a lo largo del desarrollo del contrato se obliga a prestar servicios de asesoría a la empresa emisora, los mismos que comprenden variados aspectos; desde las formalidades de la emisión de los títulos, hasta su colocación en el mercado (Fernández Vásquez).

Si bien las características descritas sirven para generalizar el panorama de los alcances que tiene el contrato de underwriting, existe un debate sobre si este contrato está o no definido como único en su naturaleza jurídica, ya que algunos analistas describen al contrato como un convenio poseedor de una naturaleza mixta debido a que en éste se

concibe también características y elementos que resultan ser propios de otro tipo de contratos:

- Se toma, por ejemplo, la totalidad de la emisión, para que el intermediario la coloque por su cuenta y riesgo, estaríamos en presencia de unos elementos configurativos del contrato de compraventa, el cual consiste en que una de las partes en este caso el vendedor, se obliga a entregar una cosa determinada, y el comprador a pagar por ella el precio acordado en la negociación. Por la celebración del contrato de compraventa se transfiere el dominio de las cosas. Por lo que podemos establecer que la semejanza entre el contrato de underwriting con el contrato de compraventa, radica en que el emisor está obligado a entregar el título valor y el adquiriente debe pagar el precio pactado; la diferencia podemos decir que radica en que la emisión y colocación de acciones solo se genera un compromiso de mediación entre la entidad emisora y colocadora, sin intervención alguna del posible o futuro adquiriente del título valor, mientras que la compra venta la relación es directa entre vendedor y comprador.
- De igual manera, el contrato de mandato en el sentido de encargarle a una persona que celebre un negocio jurídico. Contrato de mandato que no es más que un contrato a través del cual el mandante, confía su representación personal o la gestión de sus negocios al mandatario, por lo tanto el mandatario toma a su cargo los asuntos por cuenta del mandante. Semejanza en la medida en que la colocadora se obliga a realizar uno o más actos jurídicos, por cuenta e interés del mandato, la diferencia está en que mandato se presume oneroso, en tanto que la emisión y colocación de títulos valores es por su naturaleza mercantil

necesariamente onerosa por tanto la colocación no puede actuar en nombre propio, lo que si puede suceder en el mandato

- Se asemeja con la comisión en cuanto, este es una especie de mandato por el cual se encomienda a una persona que se dedica profesionalmente a ello, la ejecución de uno o varios negocios en nombre propio pero por cuenta ajena. Definiendo al contrato de comisión podemos decir que en este tipo de contrato, intervienen dos partes, el comisionista y el comitente, se denomina comisionista a la persona encargada de realizar uno o varios negocios en nombre propio, pero por cuenta ajena, y se llama comitente quien encomienda al comisionista, es necesario recordar que para el perfeccionamiento de este contrato basta el consentimiento de las partes. Mucha similitud da que uno de los sujetos (la entidad emisora) actúa en calidad de comitente, en tanto que la otra (la colocadora o underwriting) lo hace como comisionista, pues efectivamente una de las partes se compromete a tratar de colocar los títulos valores existen en el mercado. La diferencia que existe en que en la comisión y colocación de títulos valores existen otros mecanismos y modalidades que no se dan en la comisión.
- Por último, al contrato de underwriting se lo compara con el contrato de corretaje, cuando el intermediario financiero, en operación de underwriting, propicia la colocación de acciones y bonos, sin garantizar la colocación (no puede invocarse esta teoría cuando el intermediario toma la totalidad o parte de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo). El corretaje es un contrato comercial por medio del cual, una persona denominada corredor, el cual debe tener conocimientos en el mercado, es intermediario para poner en contacto a dos o más personas, con el objetivo de que estas puedan llevar acabo un negocio, corredor que no debe estar vinculado con las partes, pues su papel

fundamental es facilitar el contacto y acercamiento de estas partes. (Guerrero Delgado).

CAPÍTULO 2.

ANÁLISIS EN LA LEGISLACIÓN ECUATORIANA DEL CONTRATO UNDERWRITING

2.1. Tratamiento en la Legislación Ecuatoriana y Latinoamérica del Contrato Underwriting.

2.1.1 Tratamiento en Latinoamérica

En cuanto al tratamiento del contrato de Underwriting, en el contexto de la normativa de algunos países de Latinoamérica, se ha de recalcar que este tipo de convenios, a pesar de tener más bien un origen estadounidense, se encuentran actualmente en expansión debido a un repunte de las estrategias de inversión en el mercado financiero. Esto se debe al fortalecimiento de una tendencia que propende a la globalización de capitales, proceso en el cual la región latinoamericana se ha visto involucrada de manera progresiva.

Un caso cercano a la realidad económica ecuatoriana, es del vecino país de Colombia, se remonta a 1980, año en el cual entró en vigencia el decreto N° 1172 que, en su artículo segundo, legalizaba la actividad de los llamados en aquel entonces “comisionistas de bolsa”, que se habían constituido bajo la forma de sociedades anónimas. Se les permitía llevar a cabo varias operaciones “deferentes a la comisión de bolsa, operación específica del underwriting”. El convenio de underwriting era considerado, en aquel entonces, como una parte constituyente de los contratos de comisión (Barriga, 2007) .

Por otro lado, según Barriga, en el caso de la República Argentina la actividad del underwriting ha sido interpretada como un mecanismo a través del cual las instituciones financieras intervienen en los procesos y actividades del mercado de capitales. “Se la conoce también como prescripción de emisiones accionarias, ya que es una cooperación que abarca un sinnúmero de aspectos económicos” (Barriga, 2007) .

Otro escenario bajo el cual ha aumentado progresivamente la frecuencia con la que se celebran los convenios de underwriting, es el de Perú. Según Fernández Vásquez “el contrato de emisión y colocación de títulos-valores en el Perú es un contrato sui generis, que carece de legislación específica propia. Empero, lo señalado no significa que carezca de afinidad con las instituciones contractuales tradicionales (Fernández Vásquez, 2012)”. Además, Risco señala que en el derogado Decreto Legislativo N° 755 que data del año 1992 y que se postuló con una motivación modernizadora de la normatividad del mercado de valores de dicho país, se hacía originalmente algunas referencias a este tipo de intermediación (Risco Chumpitazi, 2011).

En Costa Rica se anota particularidades del proceso de emisión de valores para el caso de su negociación en el mercado internacional, escenario ante el cual las emisiones reciben el nombre de American Depositary Receipts:

“La regla general es que sean los underwriters quienes adquieran las acciones de la sociedad emisora y que, subsecuentemente, coloquen en el mercado los ADRs que con ellas emitan. Lo usual es que, al momento de comprar las acciones, los underwriters ya tengan comprometida la venta de los ADR a los inversionistas finales. Para que el Banco Central autorice la compra directa de las acciones de la y sociedad emisora por parte de los underwriters, es preciso que se suscriba un (...) Contrato de Underwriting (Guerrero V., 1995).

A través del contrato de underwriting las empresas que requieren acceso a recursos que les permita crecer y mejorar su competitividad, logran desarrollarse efectivamente a través de sus actividades en el mercado de capitales. En un escenario en el que este mercado cobra, día tras día, más importancia y representatividad a nivel financiero, es fundamental que exista un incentivo a las inversiones que, contratos como el de la naturaleza del underwriting, refuerzan. En palabras de Romero-Pérez:

“Este convenio constituye un nueva técnica para canalizar recursos financieros con el fin de capitalizar, desarrollar y expandir las empresas. El underwriter es el que realiza la función financiera de transferir recursos, siendo un sujeto activo en el mercado de capitales, mediante la compra y venta de títulos (Romero-Pérez, 2006).

En este sentido, un convenio de underwriting o emisión de valores, resulta ser una táctica estratégica para asegurar el desarrollo sostenido de una entidad u organización que cuenta con un potencial de crecimiento significativo, al mismo tiempo que fortalece el mercado financiero en el cual las emisiones son comercializadas. Arrubla sostiene que el contrato de underwriting es “un instrumento idóneo al que puede recurrir una empresa para la negociación de sus acciones y otros títulos emitidos, en el mercado bursátil institucionalizado (Arrubla Paucar, 1997)”, siempre y cuando se cuente con la normatividad necesaria que asegure el éxito y estabilidad de estas acciones de inversión

En Brasil la ley de mercado de valores es muy amplia, la emisión de valores se realiza con la intermediación de entidades especiales de financiamiento, en la legislación brasileña la influencia norteamericana es muy notoria en cuanto a la etapa de la información, esta ley exige la inclusión de determinadas cláusulas como son la relativas a la calificación de la emisora, el monto de valor, descripción detallada, el precio de colocación, la remuneración del underwriter, y la indicación sobre la existencia o no de un fondo de manutención de liquidez de los valores que serán objeto de la emisión.

2.1.2 Tratamiento en Ecuador

BRAVO MELGAR afirma que “se trata de un contrato casi atípico, en virtud de la cual una empresa financiera y una sociedad emisora de valores mobiliarios contratan a fin de que la primera citada se obliga a financiar, pre financiar y vender los valores emitidos por la segunda traída a colocación”.

En el Ecuador este tipo de contrato se lo podría considerar un contrato casi atípico como nos indica Melgar Bravo, ya que no existe una regulación que sea amplia sobre este contrato. Este tipo de contrato se desenvuelve bajo las disposiciones que dictan la Ley de Mercados de Valores y la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

La Ley de Mercado de Valores, se refiere al contrato de underwriting pero no profundiza sobre el tratamiento del mismo, por lo que la difusión y la aplicación de este contrato en nuestro país es mínima.

La normatividad que aplicaría en los casos, en los que se celebre un contrato de underwriting entre dos partes complementarias, se encuentra establecida en la

denominada Ley de Mercado de Valores. Específicamente, en el Art. 164 señala que: “el contrato de emisión de obligaciones debe contener, entre otros datos, la mención al contrato de underwriting, si lo hubiere.

La misma Ley de Mercado de Valores se refiere, dentro de sus acápite, a las entidades que están capacitadas o habilitadas legalmente para la actividad de emisión de títulos de valores, en los siguientes términos: “(...) las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales, pueden emitir obligaciones, concebidas como los valores que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

La entidad designada en la normativa ecuatoriana para regular las actividades, en general, del mercado de valores a nivel nacional es el Consejo Nacional de Valores.

Según la Resolución N° CNV-004-2012:

“(...) Son atribuciones del Consejo Nacional de Valores expedir las normas complementarias y las resoluciones administrativas de carácter general necesarias para la aplicación de dicha ley (Ley de Mercado de Valores) y regular las inscripciones en el Registro del Mercado de Valores y su mantenimiento (Consejo Nacional de Valores, 2012).

En el Ecuador pueden actuar como “underwriters” las casas de valores, los bancos, las sociedades financieras y la Corporación Financiera Nacional (RESOLUCIÓN No. CNV-008-2006). Además, por mandato de la Ley de Mercado de Valores, el fiduciario puede ejecutar las labores de colocación de la emisión mediante oferta pública. La presencia de un underwriter suele darse para

mejorar el proceso de colocación y en ocasiones su intervención se da con miras a crear un mercado secundario.

Las empresas pueden acudir al mercado de valores en busca de financiamiento, a través de la emisión y colocación de títulos destinados a la circulación. Estos títulos pueden ser obligaciones o bonos que representan una operación de crédito, como también la emisión de acciones que representan un aporte. Estos son negociables y se convierten en el mercado de valores en un mecanismo para satisfacer las necesidades de dinero que tienen las empresas y uno de los mecanismos nuevos e importantes para satisfacer las necesidades financieras lo constituye el “contrato de underwriting”. Es importante señalar que las empresas tienen dos fuentes de financiamiento;

1. El financiamiento mediante recursos propios, y el financiamiento de terceras personas incluyendo el sistema financiero.
2. El financiamiento mediante aportes como consecuencia de la emisión y colocación de nuevas acciones.

Para analizar este contrato, en nuestro país es necesario remitirse a la RESOLUCIÓN No. CNV-008-2006 EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES

En el Art. 22 de la Resolución antes señalada, se establece la definición del contrato de underwriting, “**Art. 22.- Contrato de *underwriting*.**- Es aquel en virtud del cual la casa de valores y una persona emisora o tenedora de valores, convienen en que la primera asuma la obligación de adquirir una emisión o un

paquete de valores, o garantice su colocación o venta en el mercado, o la realización de los mejores esfuerzos para ello.

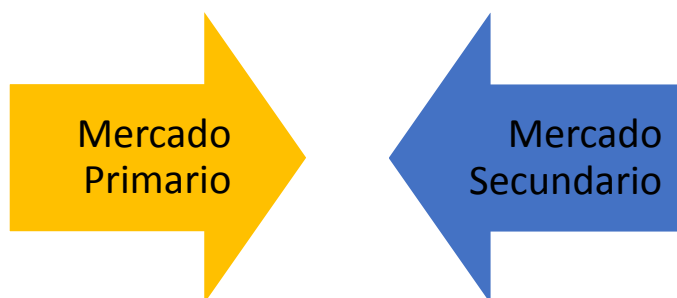
Para los fines de este artículo, se entenderá por “paquete” a cualquier monto definido por las partes.

El Art. 23.- Valores objeto de *underwriting*.- Podrán ser objeto del contrato de *underwriting*, solamente los valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores”.

El artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores que señala el concepto de valor:

Art. 2.- Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

En nuestro país por el tipo de colocación el mercado de valores se divide en dos



mercados:

El mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores, constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas.

El mercado de valores como ya mencionamos anteriormente se caracteriza por ser un sistema de instituciones y agentes financieros cuyo objetivo principal es la gestión y negociación de los distintos tipos de activos financieros (pagarés, acciones, obligaciones, etc.).

El principal objetivo de los mercados de valores es captar capitales provenientes del ahorro empresarial.

Los mercados de valores pueden proporcionar distintos beneficios a los grandes grupos de inversores, pero también facilitan que las empresas puedan tener una fuente de financiación extraordinaria, lo cual se puede conseguir con la emisión de acciones u obligaciones, por ejemplo. Gracias al movimiento de capitales que propicia, un mercado de valores organizado de manera eficiente puede contribuir a la estabilidad monetaria y financiera. Igualmente, una característica fundamental de los mercados de valores es que la inversión en valores de este tipo proporciona una gran liquidez, ya que el inversor puede en cualquier momento vender sus acciones.

La estructura del mercado de valores se conforma por las bolsas de valores, los fondos de inversión y los inversores institucionales en títulos públicos y privados, Por el tipo de colocación, el Mercado de Valores, se divide en dos sub mercados de características y funciones diferentes: el Mercado Primario y el Mercado Secundario.

- **Mercado primario.**- Se negocian los valores recién emitidos, es decir es el que realiza la primera colocación de los valores se lo llama también mercado de financiamiento ya que es la fuente de captación de los recursos financieros. A este se dirige la primera oferta pública de acciones y obligaciones.

Los mercados de valores primarios se caracterizan por la emisión o salida de nuevas acciones al mercado financiero. Son mercados primarios porque son aquellos en que los activos financieros son vendidos y colocados directamente por la empresa. La venta de estas acciones puede realizarse de manera directa (mediante subasta o negociación sin intermediarios) o de manera indirecta (es decir, con intervención de agentes financieros como intermediarios). Si el inversor opta por la venta de acciones de manera indirecta, estas pueden venderse mediante colocación privada, venta en firme (con trato prefijado), acuerdo “Stand-Bay” (mediante el cual el emisor de las acciones y el intermediario llegan a un preacuerdo, realizando el intermediario las ventas en varios paquetes de acciones), etc. En Ecuador el Consejo Nacional de Valores es la autoridad encargada de supervisar el funcionamiento correcto de los mercados de valores primarios.

A este mercado se le denomina también “Mercado de Financiamiento“, porque constituye una fuente de captación de recursos de financieros, es al que se dirige la oferta pública primera de acciones y obligaciones.

En conclusión los mercados primarios son aquellos en los que los activos financieros son de nueva creación los oferentes de títulos en el mercado son las entidades necesitadas de recursos financieros y que acuden a este mercado a emitir sus títulos, por el lado de los demandantes se encuentran los inversores, que con excedentes de recursos

financieros acuden a estos mercados a adquirir títulos. Los títulos son emitidos en el mercado primario que sirve para la captación de ahorro y que supone por tanto la captación de nueva financiación y posteriormente los valores ya adquiridos se negocian en el mercado secundario que vendría a ser un mercado de segunda mano o de reventa.

El autor *Gustavo Neffa indica que el mercado* “El primario es la justificación misma de los mercados, de su **razón de ser**, que es la de intermediar entre la oferta y la demanda de fondos entre las distintas unidades económica de una economía: **las familias, las empresas y el estado**.

Allí, los inversionistas adquieren los títulos directamente de una compañía o del gobierno y a través de una operación de compra/venta con otros ya que es donde se venden o salen a “flotar” nuevas acciones y bonos al público por primera vez.

En esta instancia, es donde opera la Oferta Pública Inicial (IPO por sus siglas en inglés) de las empresas privadas, se realiza una ampliación de las existentes, o se coloca un bono de una firma o país.

Este proceso sigue un patrón general en el que una empresa que busca fondos entra en contacto con un banco o agente colocador de títulos valores para analizar los detalles legales y financieros de la operación.

Luego, se confecciona un “prospecto” preliminar informativo en el que se detallan los intereses de la compañía, las cifras históricas, las perspectivas y los detalles de su necesidad de efectivo. Esto da paso a que se definan los detalles técnicos y la redacción del documento en que se especifican los precios, restricciones y beneficios.

A su vez, se entrega a los que compran los títulos, un contrato que lo vincula jurídicamente vinculante para la empresa, especialmente cuando se trata de operaciones de renta fija o bonos por el riesgo de impago que conllevan.”

- **Mercado secundario.-** Es el cual se da liquidez a los valores ya emitidos, la diferencia radica en que el mercado primario capta los recursos y el secundario se transmiten los títulos existentes, el éxito de la eficiente circulación de los títulos en el mercado secundario está muy relacionado con la operatividad de estos en el mercado primario, la falta de una fluida circulación reducirá el interés de los inversionistas, el contrato underwriting se desarrolla en el mercado primario. Por su parte, los mercados de valores secundarios son aquellos en los que las acciones previamente emitidas y colocadas en el mercado son simultáneamente colocadas en tiempo real por vendedores y compradores. Gracias al mercado de valores secundario, los títulos de renta fija o variable (como obligaciones o acciones) son negociados nuevamente en los mercados financieros, proporcionando una liquidez muy alta al sistema económico. En este sentido, los mercados de valores secundarios son los encargados de incrementar la confianza financiera en el sistema productivo. En la actualidad, los mercados de valores secundarios mejor organizados son las bolsas de valores, en las cuales es posible ampliar capital y obtener liquidez mediante la compraventa de todo tipo de títulos financiero.

El mercado secundario se dedica a la compra venta de valores que ya han sido emitidos en una oferta pública o privada en el mercado primario.

El Art. 29 de la Ley de Mercado de Valores define claramente lo que constituye el mercado primario y secundario:

“Art. 29.- Del alcance.- Mercado primario, es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez.

Mercado secundario, comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores.

Tanto en el mercado primario como en el secundario, las casas de valores serán los únicos intermediarios autorizados para ofrecer al público directamente tales valores, de conformidad con las normas previstas en esta Ley y las resoluciones que expida el C.N.V.”

Para la inscripción en el registro de mercados de valores es necesario observar lo que dispone el Art 1 de la Ley de Mercado de Valores.

Todos los títulos valores deben estar inscritos en el registro del Mercado de Valores.

“Art. 1.- Inscripción en el Registro del Mercado de Valores.- La inscripción en el Registro del Mercado de Valores constituye requisito fundamental para participar en el mercado de valores. Esta inscripción se realizará cumpliendo las exigencias establecidas en la Ley, en esta codificación y en las demás disposiciones que dicte el Consejo Nacional de Valores.

Los requisitos para ingresar al mercado de valores de Ecuador son:

- Solicitar a la Superintendencia de Compañías su inscripción al Registro de Mercado de Valores.

- Publicar en un diario de la localidad, la resolución de inscripción de la compañía en el Registro de Mercado de Valores.
- Elaboración de un prospecto de oferta pública primaria, en donde se indicará la actividad de la empresa, estados financieros, características de la emisión, calificación de riesgo y otros elementos importantes para el futuro inversionista.
- Inscribirse en la Bolsa de valores como emisor, previa resolución de su directorio.
- Una vez cancelada la cuota por concepto de inscripción, el emisor podrá negociar sus títulos en la Bolsa de Valores.

Cada uno de estos pasos tiene sus propios trámites, que incluyen la entrega de balances auditados y comprometerse a la entrega periódica de información, pues en el mercado de valores, concluye la fuente mencionada, la información es clave para la toma de decisiones del inversionista.

Todos los títulos valores que quieran ser negociado deben estar inscritos de acuerdo a lo que nos dice la Resolución No. CNV-008-2006. Del Consejo Nacional De Valores, que plantea lo siguiente.

Podríamos señalar algunas ventajas que se obtiene en la inscripción en el mercado de valores y son las siguientes:

- ✓ Es un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores es competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.
- ✓ Estimula la generación de ahorro, que deriva en inversión.
- ✓ Genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento en el mediano y largo plazo.

Según lo que nos indica:

Art. 2.- Obligación de inscripción. - La inscripción en el Registro de Mercado de Valores es obligatoria para el emisor y para los valores que emita, si desea participar en el mercado de valores. Es obligatoria la inscripción de las bolsas de valores, las casas de valores, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores; los operadores bursátiles y extrabursátiles; las calificadoras de riesgo, las administradoras de fondos y fideicomisos; los fondos de inversión, las compañías de auditoría externa que auditen a participantes del mercado de valores, los negocios fiduciarios que establezca el Consejo Nacional de Valores.

En conclusión el contrato underwriting se desarrolla en el mercado primario, ya que en este mercado la obtención de recursos económicos, no se necesita del aporte de los accionistas y con este tipo de contrato se obtiene el financiamiento incluso antes de la colocación en el mercado primario.

2.1.3 Emisión de valores

La emisión de valores u obligaciones cumple la función de fortalecer el mercado de valores al que estas emisiones se deben. Es una prioridad de la normativa nacional proteger las inversiones en este ámbito y velar por la eficacia de los procesos relacionados a la emisión de títulos de valor.

La emisión de obligaciones puede interpretarse como una estrategia para captar recursos por la cual pueden optar las empresas ecuatorianas, ya sean estas privadas o pertenecientes al sector público, con la finalidad de emitir títulos de valor con un determinado rendimiento y a un determinado plazo, previa inscripción en el Registro del Mercado de Valores. Este proceso se lo realiza con la finalidad de poner como oferta en

el mercado de valores estas acciones o títulos y de esta manera acceder a inversión que permita crecer a la empresa emisora (Valdospinos Castro, 2012).

Se anota lo siguiente, haciendo alusión a lo postulado en la normativa ecuatoriana respecto al depósito de una emisión de valores:

Al admitir a depósito una emisión de valores, la entidad depositaria no adquiere la propiedad de estos valores sino que se obliga a efectuar respecto de ellos los registros contables necesarios dentro de un sistema de anotaciones en cuenta, permitiendo así la transmisión de la propiedad de cada uno de los valores que conforman la emisión, conforme la respectiva liquidación de bolsa o de los mercados alternativos privados o públicos, salvo los casos expresamente exceptuados en esta Ley (Congreso Nacional, 2011, pág. 88).

2.1.4 Naturaleza Jurídica del Contrato Underwriting.

El Contrato de Underwriting posee varios tipos de modalidades y posee varias características de diferentes tipos de contrato, existen diversas opiniones sobre la naturaleza jurídica del mismo. Algunos autores como Arrubla Pucar indican que es un “contrato mixto”, ya que tiene características y elementos de otros contratos como el contrato de compraventa ya que underwriter toma la totalidad de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo

También podemos considerar que se asemeja a un contrato mercantil, sin embargo a pesar que no se encuentra tipificado en el Código de Comercio ni en ninguna de nuestras leyes y tiene características propias, nadie cuestiona su carácter mercantil.

Por otro lado se asemeja a un contrato de comisión, pese a que el underwriter actúa como comisionista y el emisor como comitentenderwriter. Pero podríamos decir que ambos contratos se caracterizan por la similitud que tienen ya que uno de los sujetos es decir la entidad emisora actúa como comitente, y la otra como la colocadora como lo hace un en la que una de las partes se compromete a tratar de colocar los títulos valores existen en el mercado. La diferencia existente es que en la comisión y colocación de títulos valores existen otros mecanismos y modalidades que no se dan en la comisión.

Se asemeja a un contrato de compra venta ya que el emisor se obliga a entregar el título valor y el adquirente a pagar el precio pactado.

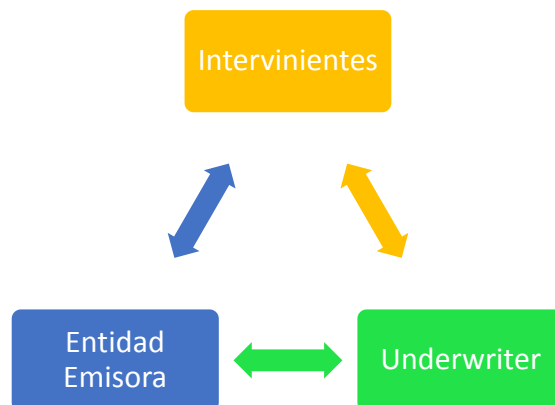
La diferencia está en que la emisión y colocación de acciones sólo se genera un compromiso de medición entre la entidad emisora y colocadora, sin intervención alguna del posible o futuro adquirente del título valor; en tanto la compraventa la relación es directa entre vendedor y comprador y en ella no interviene como sujeto la entidad emisora.

El autor Barrios Orbegoso afirma que Underwriting tiene dos aspectos: “Uno el de comisión mercantil, por el cual el underwriting actúa como agente de la empresa emisora obtiene la suscripción o coloca los valores emitidos por ésta“. Bajo este aspecto, agrega el citado autor, “el underwriter actúa como mandatario de la sociedad emisora y sus relaciones estarían reguladas por las normas del Código de Comercio respecto a la comisión mercantil”.

Rolando Castellares sostiene que este contrato “tiene la misma naturaleza que cualquier contrato de prestación de servicios, regulados por el código civil o que el contrato de comisión mercantil regulado por el Código de Comercio“

.Finalmente el autor ARRUBLA PÁUCAR sostiene que el underwriting “es un contrato atípico ya que no tiene una individualidad acusada en nuestra legislación”.

2.1.5 Partes Que Intervienen Y Ventajas Del Contrato Underwriting.



Se puede señalar que existen dos partes intervinientes en la celebración de un contrato de underwriting, las cuales se consideran entidades complementarias en sus actividades, suscritas a este tipo de convenio con la finalidad de beneficiarse mutuamente, como actores principales existen dos sujetos: a) La emisora o empresa que encarga la emisión de acciones o bonos; y, b) El underwriter o la empresa que se compromete a efectuar la colocación de las acciones o bonos emitidos.

El contrato de underwriting se ha de poner en práctica en apego a la ley y respetando las funciones que cumple cada una de estas partes para lograr el beneficio mutuo. Esto implica que no se puede dar este tipo de acuerdo sin una de las partes.

Se debe considerar que, aparte de las funciones de las dos partes contractuales, existe la participación de un tercer actor que es el inversionista, el cual se ocupará de adquirir las emisiones. Este inversor no forma parte del contrato de underwriting de manera explícita y manifiesta. Sin embargo juega un rol fundamental ya que gracias a este actor se materializa el beneficio para las partes que suscriben el convenio.

Cabe señalar que la colocación de los valores implica que éstos sean suscritos, es decir, adquiridos por un inversionista, pero éste no forma parte del contrato de

underwriting y su vínculo con la sociedad emisora no se da por este contrato, sino por los derechos incorporados en los valores que ha adquirido (Northcote Sandoval, 2010)

A continuación, se define y detalla cuáles son las funciones de las partes contractuales: la entidad emisora y el underwriter:

2.1.5.1 Entidad emisora.

En nuestro país de acuerdo a lo señalado en el artículo 12 y 18 de la Ley de Mercado de Valores, los emisores deben estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

La entidad emisora generalmente es una sociedad que busca de financiamiento, de liquidez y a través, de este Contrato de Underwriting encuentra el medio más rápido y seguro de obtención de recursos de capital.

Esta es la parte encargada de la emisión de valores y puede ser una de las siguientes compañías.

- “Las sociedades anónimas y de economía mixta que se funden mediante constitución sucesiva o suscripción pública de acciones.
- Las sociedades anónimas y de economía mixta existentes que realicen aumentos de capital por suscripción pública”.

Las entidades emisoras se caracterizan por ser entidades o sociedades que, debido a su necesidad de desarrollo, requieren percibir recursos y, así, han elegido como estrategia, optar por la emisión de valores que capten inversiones (Northcote Sandoval, 2010).

Estas emisiones pueden funcionar de dos formas:

- otorgar derecho a una rentabilidad (bonos)
 - otorgar derecho a la participación en el capital de la sociedad (acciones)
- (Northcote Sandoval, 2010).

Podemos concluir que la entidad emisora es aquella que se encarga de la emisión es decir, aquella que requiere fondos que no puede o no quiere obtener a base de créditos bancarios o financieros, ni tampoco encuentra eco en sus accionistas para un aumento de capital. Es aquella que busca obtener financiamiento a través de la venta de títulos valores al público.

2.1.5.2 Underwriter

El underwriter es una entidad autorizada por la ley para “adquirir una emisión de valores o un paquete de valores para colocarlos en el público (Ramírez R., 2006)”. Es así que se reconoce que en el país pueden actuar como “underwriters” entidades tales como: “casas de valores, los bancos, las sociedades financieras y la Corporación Financiera Nacional (Ramírez R., 2006, pág. 420)”. Además, la Ley de Mercado de Valores estipula que “el fiduciario puede ejecutar las labores de colocación de la emisión mediante oferta pública (González Torre, Roberto, 2000)”.

Al respecto, en el Artículo 29 de la Ley de Mercado de Valores vigente en el Ecuador, correspondiente al Título VII (Del mercado primario y secundario) se establece sobre la exclusividad del underwriter que: “Tanto en el mercado primario como en el secundario, las casas de valores serán los únicos intermediarios autorizados para ofrecer al público directamente tales valores (...) (Congreso Nacional, 1999)”.

Sin embargo, en la misma Ley, más adelante se hace la siguiente acotación: “(...) los inversionistas institucionales podrán actuar directamente en el mercado primario de renta fija, en operaciones que no impliquen intermediación de valores (Congreso Nacional, 1999)”.

En el caso en el que exista más de un underwriter para un emisor, se aplica la siguiente máxima:

(...) los underwriters se obligan mancomunadamente, pero no solidariamente. Cada underwriter es responsable solo de su cuota de la emisión y no se obliga a responder por las cuotas de los demás underwriters (Arrubla Paucar, 1997).

Se puede concluir que el Underwriting es el intermediario financiero que no tiene la intención de conservar los títulos, ya que la función de este es vender en los mercados financieros obteniendo su utilidad a través de la diferencia entre el valor de adquisición y el valor de venta. Por lo tanto el underwriter es la empresa especializada en esta clase de operaciones que se hace cargo del servicio de colocación de las acciones o bonos emitidos.

Lo usual es que sea una persona jurídica con una solvencia económica y pleno conocimiento del mercado.

2.1.6 Títulos Objeto del Contrato

El underwriting se desenvuelve dentro del Mercado de Valores por lo que puede utilizarse para la colocación de acciones que son títulos valores de participación en el capital social de las sociedades emisoras, o para la colocación de bonos que son títulos que representan derechos de crédito.

En el caso de acciones puede recuperarse el underwriting tanto para la colocación de la primera emisión de acciones dentro del procedimiento de constitución de la sociedad anónima por suscripción pública o para la colocación de emisiones que realicen las sociedades con la finalidad de aumentar su capital propiciando en ambos casos la apertura del capital y el accionariado difundido. En el caso de los bonos, pueden ser títulos emitidos por la sociedad anónima del derecho privado, por el Estado, o por sus organismos y empresas estatales de derecho público o de derecho privado expresamente facultados para ello.

Cabe citar el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores que señala el concepto de valor.

Art. 2.- Concepto de valor.- Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

Cualquier limitación a la libre negociación y circulación de valores no establecida por Ley, no surtirá efectos jurídicos y se tendrá por no escrita.

2.1.7 Contenido Y Naturaleza Jurídica Del Contrato Underwriting.

El underwriting es un contrato privado que no requiere de escritura pública, pero este debe ser escrito ya que es indispensable que consten los acuerdos y las especificaciones por las que se regirán las partes involucradas.

Como ya se trató en el capítulo anterior las características de este contrato se pueden resumir en:

Es un contrato *consensual*, pues se perfecciona con el simple consentimiento de las partes, y desde ese instante nacen efectos jurídicos, independientemente cuando se lleve a cabo la colocación de los valores en el mercado. Es decir el contrato surge pleno efecto con el consentimiento de ambas partes.

Es un contrato *oneroso*, pues ambas partes se benefician económicamente de los resultados de la compra y venta de los valores emitidos. Cada parte debe cumplir una prestación económicamente valorizable; más aún, configurando el underwriting una

operación financiera realizada entre una institución de crédito y una empresa, no es posible presumir tampoco la gratuidad de la prestación. es oneroso ya que existe ganancia para las dos partes al momento de celebrar el contrato. El emisor obtendrá el financiamiento deseado y el underwriter una ganancia entre el valor adquirido y el precio al que pudo colocar el título valor en el mercado.

Es de *prestaciones recíprocas*, pues cada parte tiene obligaciones propias independientes que cumplir.

Es un *contrato atípico*, pues no se encuentra regulado en nuestra legislación. Carece de legislación propia.

contrato de servicios Es un *contrato nominado*, pues tiene nombre y características conocidas universalmente.

Es un *contrato bilateral*, Intervienen el underwriter y el emisor quienes adquieren derechos y obligaciones recíprocamente. El emisor se obliga a emitir títulos de forma legal, entregarlos al underwriter y otorgarle la comisión pactada; y el underwriter a pre financiar y colocar los títulos emitidos.

Es un contrato que implica varios *servicios de asesoramiento* por parte del underwriter, quien debe realizar un estudio sobre el emisor para poder medir el riesgo, además desde su etapa inicial previo al lanzamiento de la emisión de títulos deberá realizar estudios sobre la factibilidad de colocación y acerca de la expansión y el desarrollo de la empresa.

Contenido del contrato de underwriting:

Según la resolución No. CNV-008-2006 EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES,

Art. 26.- Contenido del contrato de *underwriting*.- El contrato de *underwriting* contendrá, por lo menos:

1. La identificación de las partes y sus respectivas obligaciones.
2. Una descripción completa de los valores objeto del contrato.
3. La modalidad del contrato, esto es, si es en firme, con garantía total o parcial, o del mejor esfuerzo.
4. Precio de los valores, comisiones del *underwriter*, formas y plazo de pago al emisor o tenedor, sector del mercado al que va dirigida la colocación y otras condiciones relativas a la colocación.
5. Cláusulas en las que se establezcan las penalidades o sanciones por el incumplimiento del contrato.
6. Cláusulas que determinen la liberación de las responsabilidades de las partes.
7. Cláusulas de jurisdicción y competencia para dirimir las controversias.

Como podemos observar es un contrato que está identificado bien las partes y los requisitos indispensables que se podría mencionar en este contrato son:

Identifican las partes y sus obligaciones

- ✓ Se hace la descripción de los valores que son objeto del contrato.
- ✓ Se especifica las modalidades del contrato.
- ✓ Precio de los valores, comisiones, formas y plazo de pago al emisor o tenedor.
- ✓ Cláusulas de penalidades o sanciones por el incumplimiento del contrato.
- ✓ Cláusulas que determinen las responsabilidades de las partes.
- ✓ Cláusulas de jurisdicción y competencias.

Modelo de contrato Underwriting (Anexo 1).

CAPITULO 3.

ASPECTOS IMPORTANTES DEL CONTRATO UNDERWRITING

3.1 Objeto Y Ejecución Del Contrato Underwriting.

Objeto del contrato Underwriting

Como ya mencionamos anteriormente, la finalidad de este contrato consiste la obtención de recursos económicos, facilitando al sector empresarial obtener dinero para financiar las actividades productivas, y esto se logra mediante la colocación o venta de valores en el mercado, ahora es importante mencionar lo que nos plantea el autor Carlos Ramírez, en su obra “Curso de Legislación Mercantil”, expresando que los valores que son objeto de contrato Underwriting son “los títulos que son emitidos en grandes masas con el expreso propósito de captar de manera directa recursos financieros en el mercado público de valores, tales como: las acciones, las obligaciones, los bonos y el papel comercial.” Estos valores necesariamente deben estar inscritos en el Registro de Valores y en la Bolsa.

Podemos resumir que la operación de Underwriting tiene como objeto captar recursos económicos, en la cual una entidad financiera facilita a una empresa la emisión de acciones, bonos, encargándose de colocar esos valores en el mercado, existiendo una transferencia del riesgo por parte del empresario hacia la entidad financiera logrando obtener los fondos a través de la emisión de estos títulos. Es necesario comprender la diferencia entre bonos y acciones en nuestra investigación ya que existe una confusión en cuanto a su significado.

Las acciones: son títulos de créditos que presentan un aporte determinado en una sociedad de capital, y al mismo tiempo certifican la condición de socio accionista de su titular.

Las acciones son títulos que representan una participación en el patrimonio de una empresa, los propietarios de estas reciben dividendos por concepto de participación en las utilidades.

Los bonos son obligaciones de deuda que son emitidos por una empresa para incrementar su capital.

Por lo que podemos concluir que la diferencia entre invertir en acciones y bonos radica en el caso de comprar acciones se compra una parte del capital de la empresa, mientras que en los bonos se compra un derecho de crédito sobre la deuda de una empresa, de estas dos manera permite a una sociedad aumentar su capital.

El objetivo principal de este contrato es trasladar al mercado el total de la emisión de los títulos valores de tal modo que los títulos estén en manos de los inversionistas particulares, por la que podemos decir que la entidad financiera realiza la labor de intermediaria financiera consiguiendo los recursos para las empresas.

Es importante señalar que las acciones se pueden negociar en las bolsas de valores y se lo hace mediante oferta pública primaria de acciones y lo realizan las siguientes compañías:

Las sociedades anónimas y de economía mixta que se funden mediante constitución sucesiva o suscripción pública de acciones.

Las sociedades anónimas y de economía mixta existentes que realicen aumentos de capital por suscripción pública.

Las ofertas públicas se dividen en dos y son:

1. Oferta Pública Primaria de Acciones.

Oferta pública de acciones es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos, y se caracteriza ésta; ya que es la que se efectúa con el objeto de negociar, por primera vez, en el mercado, acciones emitidas para tal fin.

Se puede realizar oferta pública primaria de acciones para los siguientes 2 casos:

- Constitución sucesiva de compañías anónimas a través de la suscripción pública de acciones; y,
- Aumentos de capital a través de la suscripción pública de acciones.

2. Oferta Pública Secundaria de Acciones

Oferta pública secundaria de acciones, es la que se efectúa con el objeto de negociar en el mercado, aquellas acciones emitidas y colocadas previamente.

Los pasos principales para la descripción de la operación underwriting son:

1. Exista la *necesidad de la empresa* de aumentar el capital, por lo cual recurre a una entidad financiera y esta a su vez actúa como intermediaria y realiza los estudios necesarios analizando las condiciones del mercado y se determina las estrategias para la colocación de estos títulos- valores en el mercado.

2. *Suscripción del contrato*, en donde se estipula:
 - a) Monto de la emisión. Este depende de la empresa es decir de la necesidad de financiamiento, también depende de la condiciones del mercado, la política fiscal entre otros.
 - b) Precio de las acciones. Constituye el valor que tienen las acciones de la empresa en el mercado, de los dividendos que han pagado y los que podrá pagar en un futuro.
 - c) Condiciones de la prefinanciación.

El prefinanciamiento ocurre mediante la suscripción de los títulos por el underwriter y la colocación de estos en el mercado de valores.

El prefinanciamiento radica en el anticipo de dinero por concepto de la emisión, antes de la colocación de los títulos, en la que se puede efectuar de manera parcial o total al valor nominal. Y el underwriter tiene la obligación de colocar los valores emitidos a través de la oferta pública o privada.
 - d) Modalidades para la colocación de los títulos en el mercado, que se tratará en lo posterior.

3.2 Ejecución del Contrato Underwriter

Este tipo de contrato como ya mencione anteriormente, permite a la empresa ofertar al público acciones o títulos de deuda, para financiar sus proyectos utilizando un intermediario es decir una empresa financiera, y esta le ayudara a conseguir los fondos, mediante la colocación de bonos o acciones, asegurándose la venta de los mismos. A través de este mecanismo vemos que se incentiva el desarrollo sobre todo del mercado accionario.

El contrato “underwriting” tiene tres etapas:

1. Estudio financiero-económico.

El estudio financiero económico comprende la investigación y el análisis de la capacidad que tiene una empresa para ser sustentable y rentable en el tiempo.

Podemos decir que el estudio económico financiero es la parte principal de todo proyecto de inversión. En el caso de un contrato underwriting **estudio financiero** constituye el análisis de la capacidad de una empresa para ser sustentable, viable y rentable en el tiempo.

Para efectuar este estudio se utiliza información que procede de varias fuentes podemos citar las ventas, costos, inversiones, estudios de mercado, entre otros.

El underwriter o intermediario tiene la responsabilidad de hacer los estudios y los análisis, los que sean suficientes de la situación económica-financiera de la empresa así como identificar la viabilidad de la negociación y colocación de los títulos valores. La empresa debe tener solidez económica para que despierte interés por parte de los inversionistas.

El underwriter deberá estudiar la situación económica, jurídica y financiera de la compañía emisora para poder otorgarle el asesoramiento adecuado y analizar la viabilidad del proyecto.

El estudio financiero permite también verificar si la empresa es capaz de afrontar los periodos de rentabilidad negativa, y permite estimar cuando obtendrá rentabilidad positiva, este estudio ayuda a comprender el funcionamiento de todo negocio y como maximizar la rentabilidad con los recursos disponibles, además es posible estimar el rendimiento de una inversión,

Además es importante mencionar que todo análisis o estudio financiero tiene una estructura donde se analiza cada componente y son los siguientes:

- Cuentas: Se revisa todas las cuentas, es decir toda la información relativa a los estados financieros de la empresa, como la liquidez, el riesgo, la rentabilidad.
- Activos: Un activo es un bien que la empresa posee y que puede convertirse en dinero o equivalente en dinero.
- Patrimonio: Se hace un análisis del patrimonio que tiene la empresa, de la composición del mismo y el progreso que ha tenido en los últimos años.
- Pasivos: Comprende la capacidad que tiene la empresa para afrontar las deudas que contrae.
- Por lo tanto el análisis económico determina si realmente la entidad está consiguiendo la rentabilidad suficiente o no.

En conclusión en este proceso consiste en realizar:

- ✓ Estudio de la compañía, su administración manejo comercial, presencia en el mercado
- ✓ Estudio de la estructura financiera (capital).

- ✓ Necesidades de Financiamiento y cómo puede obtener dinero a corto o largo plazo.

2. Emisión y posterior colocación de los títulos valores.

En esta etapa como su nombre lo dice comprende la emisión y colocación de los títulos valores, existen dos tipos de ofertas públicas como ya se mencionó en el capítulo anterior para la colocación y son:

Oferta Pública Primaria de Acciones.- Es decir la propuesta que está dirigida principalmente a todo el público esta se efectúa con la finalidad de negociar por primera vez en el mercado de acciones.

Oferta Pública Secundaria de Acciones.- esta se diferencia de la anterior ya que es la que se efectúa con la finalidad de negociar en el mercado las acciones emitidas previamente.

En esta etapa se inicia con la emisión de los títulos y termina con la colocación de los mismos. En la colocación de los títulos valores se puede realizar de forma pública o privada, lo más usual es a través de la promoción de los mismos que realiza el underwriter apoyándose en varias herramientas de difusión, existe un medio de difusión llamado “Offering Circular”, este describe las actividades de la empresa emisora, las características de los títulos, los estados financieros de la empresa y demás datos de interés para los inversionistas.

3. Suscripción del contrato y prefinanciación de la entidad emisora.

El autor Carlos Alberto Ghersi menciona que “concluido el análisis encargado por la empresa a la entidad financiera y establecida la convivencia de realizar la operación de

underwriting, se suscribe el contrato, estipulándose el monto de la emisión y el precio de las acciones, las condiciones de la prefinanciación y las modalidades de la posterior colocación de los títulos valores en el mercado”. Este autor nos indica que el monto de las emisiones depende de las necesidades que las empresas tienen en cuanto al financiamiento, el precio de las acciones dependen del valor que tienen otras acciones de la empresa en el mercado, depende también de los dividendos que se ha pagado o que se pagara en el futuro. Es importante mencionar también lo que nos indica este autor nos dice que una vez suscrito “el contrato de underwriting la sociedad deberá cumplir con todos los requisitos legales y estatutarios relativos a la emisión.”

En esta etapa se celebra el contrato, este tipo de contrato underwriter existen dos partes: la empresa que emite los valores; y el underwriter o intermediario. En el contrato se debe fijar el plazo de colocación, las modalidades, el costo de la operación, el precio de colocación de los títulos, y el pre financiamiento en el cual el underwriter paga a la entidad emisora el monto correspondiente al pre financiamiento objeto del contrato.

3.3 Modalidades Del Contrato Underwriting

Este contrato se caracteriza porque puede adquirir diferentes modalidades para la colocación de los títulos valores (bonos, acciones) en el mercado.

El autor Carlos Alberto Ghersi plantea dos modalidades que son:

1. “En Firme.

La entidad financiera que prefinancia la emisión de los títulos valores los adquiere a la sociedad comercial para luego enajenarlos a otros inversionistas, aunque animado por el interés de obtener cierta utilidad como producto de la diferencia entre el precio de

compra y el de la venta posterior a los inversores y cumpliendo el compromiso de venderlas en un plazo breve. (Carlos Alberto Gherzi)

Según este autor esta es la modalidad más segura para la emisora, ya que el underwriter adquiere la totalidad o parte de la emisión de los títulos valores, por el precio y dentro del plazo establecido, asumiendo el riesgo de la colocación. El intermediario asume el riesgo total de la operación, en la que el underwriter, antes de convenir una colocación en firme “examinará” el mercado para advertir si es favorable asumir el riesgo, el que deberá ser minimizado al máximo.

El autor Renán Zapata señala que esta modalidad en firme se caracteriza por que “el underwriter adquiere los títulos objeto del contrato, suscribiéndolos transitoriamente por un plazo determinado, durante el cual el underwriter se convierte en el titular de los valores adquiridos y, por consiguiente, de todos los derechos que le son propios.” La intención del underwriter es colocar los títulos en el mercado para prefinanciar a la empresa emisora, ya sea parcial o totalmente, y a colocar los títulos íntegramente en el mercado de valores a un valor superior al que estimó y entregó a la empresa emisora como prefinanciamiento. “El beneficio consiste en la diferencia entre el monto entregado a la empresa emisora como prefinanciamiento y el obtenido de la colocación de los títulos en el mercado de valores.” (Carlos Alberto Gherzi)

En conclusión en esta modalidad el underwriter financia directamente al emisor porque paga la totalidad de los valores para luego colocarlos al mercado, esta modalidad es la más beneficiosa para las empresas que son emisoras ya que se obtiene inmediatamente el financiamiento deseado, sin tener que esperar que los valores estén colocados en el mercado.

La ganancia del underwriter en esta modalidad “en firme” se da entre la diferencia que existe entre el precio que adquirió el valor con el precio que logro colocar en el mercado los títulos valores.

2. “No en firme.

En esta modalidad, el underwriter prefinancia la emisión de los títulos, obligándose a procurar la colocación en el mercado con el mejor esfuerzo, pero por cuenta del emisor, quien conserva los riesgos de la operación; de tal modo la prefinanciación reviste el carácter de un mutuo comercial y la obligación de procurar la colocación, el de un mandato” (Carlos Alberto Ghersi).

Esta modalidad, se caracteriza por que el underwriter se limita a realizar sus mejores esfuerzos por colocar la emisión, es decir sin asumir un compromiso de adquirir los valores en caso que la emisión no sea exitosa. En este tipo de underwriting es claro que es el emisor quien asume el riesgo de la colocación. En efecto, bajo esta modalidad el underwriter no corre riesgo alguno. Al término del plazo establecido para la colocación de los valores, el underwriter devuelve a la emisora los títulos no colocados, estando ésta a la vez obligada a rembolsar el monto que el underwriter hubiese pagado por ellos.

El autor Renán Zapata indica que el underwriting no en firme, se caracteriza porque el “underwriter simplemente se obliga a realizar los mayores esfuerzos para colocar títulos en el mercado de valores en el plazo del contrato, que suele ser el menor plazo posible. En esta modalidad el underwriter no corre riesgo alguno. Al término del plazo establecido para la colocación de los valores, el underwriter devuelve a la emisora los títulos no colocados, estando ésta a la vez obligada a rembolsar el monto que el underwriting hubiese pagado por ellos.”

Para muchos esta modalidad no representa propiamente un underwriting sino, que se trata de” «un contrato híbrido o combinado mutuo por la parte prefinanciada y comisión mercantil o corretaje por la gestión de colocación” (ZAPATA Renán)

Esta modalidad se caracteriza en que el underwriter no adquiere los valores emitidos si no que adelanta el precio al emisor siendo este quien corre el riesgo de colocación

Otros autores como Carlos Ramírez plantean otras modalidades a más de las mencionadas anteriormente en este tipo de contrato Underwriter y son las siguientes:

1. Con Garantía total o parcial de adquisición.

“Por esta modalidad, la entidad autorizada o el consorcio asume el compromiso de adquirir en un determinado tiempo, la totalidad o solamente una parte de la emisión o del paquete.

Con este sub tipo de colocación, el *underwriter* garantiza que la colocación se hará en un plazo determinado y de no ser así, él mismo suscribirá las acciones o títulos no vendidos. Este caso se presenta cuando la empresa emisora quiere asegurarse la suscripción total de la emisión, para ello se establece en el contrato la obligación del *underwriter* de comprar los títulos o acciones remanentes, una vez terminado el plazo del convenio.

En conclusión con esta modalidad la casa de valores o el consorcio es el que asume el compromiso de adquirir, en un determinado tiempo la totalidad o solo una parte de la emisión.

2. Del mejor esfuerzo.

Por esta modalidad la entidad autorizada, opera como simple intermediaria de la compañía emisora, obligándose a realizar el mejor esfuerzo para colocar la mayor parte posible de la emisión o paquete dentro de un plazo determinado. El *underwriter* no se adjudicarse ningún riesgo en la operación”. Varios autores también lo llaman “del mejor esfuerzo” y se caracteriza porque el *underwriter* se compromete exclusivamente a realizar su mejor o mayor esfuerzo para lograr colocar los valores o acciones en el mercado, dentro de un plazo determinado, el riesgo es asumido por la empresa emisora.

Podríamos concluir que con esta modalidad las casas de valores actúa como simple intermediario de la compañía emisora o tenedora, comprometiéndose a realizar el mejor esfuerzo para colocar la mayor parte de la emisión dentro de un plazo determinado

3. Colocación de todo o nada

El *underwriter* busca promesas de suscripción de clientes para colocar la emisión durante un plazo determinado. Si consigue la colocación del total, ésta se lanza al mercado; en caso contrario, la compañía emisora no realiza la emisión.

En todas estas modalidades, el encargado de colocar los títulos buscará fijar el menor precio a los títulos o acciones, a fin de disminuir el riesgo y facilitar la colocación en el mercado.

3.4 Derechos y obligaciones de las partes.

Podemos enumerar los siguientes derechos y obligaciones del emisor y del underwriter.

Derechos del emisor

- ✓ Solicitar información sobre la solvencia, experiencia del underwriter. Esta información es muy importante ya que se verificara la capacidad que tiene una persona o una empresa par cumplir con todas sus obligaciones sin importar su plazo, es decir se medirá la capacidad que tienen la empresa o persona natural para liquidar los pasivos contraídos al vencimiento de los mismos.
- ✓ El precio de oferta y pago del convenio. En el contrato underwriting el precio de oferta es el valor o precio que se emiten los títulos para salir al mercado.
- ✓ Obtención de la autorización del underwriter. Es decir se debe solicitar al underwriter una efectiva acción para obtener la autorización administrativa. Exigiendo por parte de la colocadora o underwriter una efectiva acción para obtener la autorización administrativa necesaria para llevar a cabo la operación. Dentro del mismo orden de idas requerir que obtenga la autorización, salvo negativa justificada de la entidad pertinente.
- ✓ Exigir al Underwriter una acción eficaz en sus operaciones y el asesoramiento.
- ✓ Recibir el financiamiento de la emisión.
- ✓ Hacer que se respete el precio estipulado en la oferta y exigirle a la colocadora el pago de lo convenido. En doctrina se considera que si la

colocadora obtiene un mejor precio en la colocación, la diferencia será suya, salvo que haya habido reserva expresa en sentido distinto por parte de la emisora.

Obligaciones del emisor

- ✓ Informar al público y al underwriter la emisión de los títulos valores. Se debe informar al underwriter todo lo concerniente a la emisión con de debida anticipación.
- ✓ Pagar una remuneración al underwriter por la administración de los mismos.
- ✓ Comunicar al underwriter cualquier cambio en la colocación de los títulos valor.
- ✓ Pagar los gastos realizados por el underwriter.
- ✓ Informar a la colocadora o underwriter todo lo que de algún modo esté relacionado con la emisión, entendiéndose que esta obligación existe en todas las modalidades del contrato. Lo dicho supone el señalamiento del precio de la emisión, el plazo para su colocación, el historial jurídico, financiero y económico de la empresa y de todo aquello que le sea solicitado por la empresa o entidad que se encargaría de la colocación.
- ✓ No efectuar su oferta a ninguna otra colocadora (exclusividad) salvo que en la oferta se haya reservado esa facultad.
- ✓ Abstenerse de vender ninguno de los títulos valores que se hayan ofertado para su colocación, en tanto dure dicha oferta.
- ✓ Dar a conocer a la colocadora cualquier modificación que se haya producido desde que se le hizo la oferta, siendo entendido de que se trata de cambios

producidos antes de la colocación de los valores de los inversionistas.

- ✓ Pagarle a la colocadora la comisión convenida, que en doctrina se conoce como comisión de administración, sobre el monto total de la emisión. Es también posible que se cobre una comisión de colocadora, por el solo hecho de intervenir como tal, y otra de colocación, en función del resultado obtenido.
- ✓ Efectuar todos los gastos de diferente índole que motive la oferta o colocación de los títulos valores, tales como gastos legales, publicidad y similares, salvo disposición distinta en el contrato

Cabe mencionar que el emisor tiene el derecho de recibir el pago de la emisión por parte del underwriter, ejercer acciones en caso de incumpliendo del underwriter, y aceptar devolución por parte del underwriter de los títulos valores.

Derechos del underwriter

- ✓ Respetar el precio pactado, es decir respetar el precio y las condiciones estipuladas en el contrato.
- ✓ Requerir el pago de comisiones en el caso que se haya pactado. Esto se debe exigir a la emisora.
- ✓ Exigirle a la emisora la entrega de los títulos valores una vez que se haya perfeccionado la colocación, a fin de entregarlos, a su vez, a los inversionistas que han adquirido dichos títulos.
- ✓ Solicitar a la emisora el reintegro de los gastos efectuados por su cuenta para el efecto de la colocación. No tendrá ese derecho en caso de haber sido convenido en sentido contrario.

Obligaciones del underwriter

- ✓ Pagar el precio pactado al emisor de los títulos valor.
- ✓ Realizar la venta pública de los títulos valor.

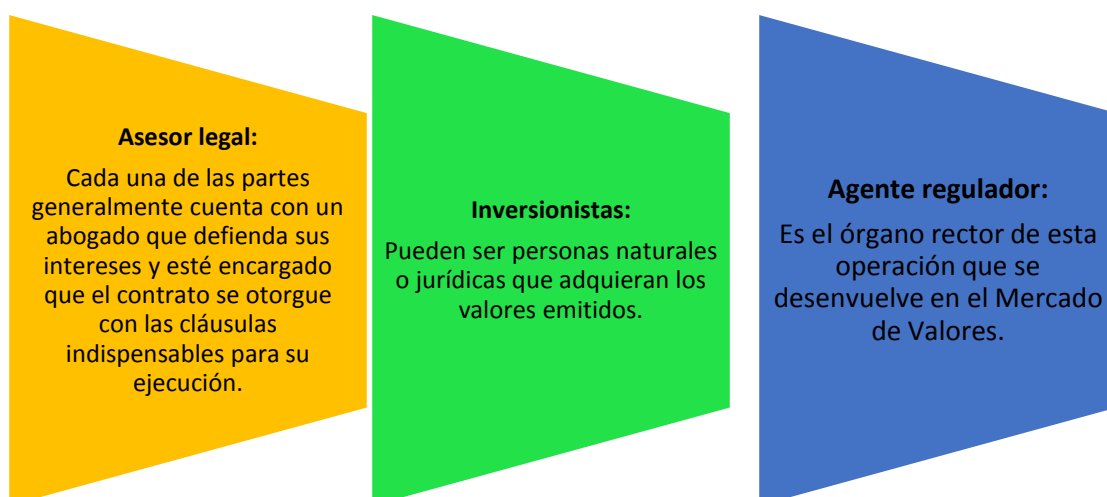
Requisitos para efectuar una Oferta Pública:

- Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta
 - calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el Consejo Nacional de Valores.
 - Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste.
 - Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.
- ✓ Respetar las condiciones contractuales, precio y plazo es decir deberá mantener e precio de la colocación y sus condiciones por el plazo convenido una vez que haya realizado la función de intermediación y ofrecido los títulos valores a los inversionistas.
 - ✓ Comprar total o parcialmente la emisión de los títulos de acuerdo al contrato.
 - ✓ Promocionar la emisión de los títulos, deberá realizar las gestiones ante el mercado de capitales y valores a efectos que puedan colocarse los títulos valores que se han sido confiados a su intermediación.

- ✓ Efectuar la colocación de los títulos dentro del plazo y para realizar la colocación primero el underwriter tendrá que realizar todas las gestiones propias de su función ante la autoridad competente a fin de poder obtener la autorización para la emisión de los títulos valores.
- ✓ Tramitar el pago y entrega de los valores.
- ✓ Mantener una comunicación con el emisor sobre la marcha del contrato.
- ✓ Asesorar al emisor constantemente.

3.5 Otros Intervinientes.

Existen otras partes que intervienen dentro de esta operación financiera aunque no formen parte del contrato:



En nuestro país el agente regulador es el Consejo Nacional de Valores, de acuerdo a lo señalado en el artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores: “De la naturaleza y composición.- Para establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento, créase adscrito a la Superintendencia de Compañías, como órgano rector del mercado de valores, el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.), el mismo que estará integrado por siete miembros: Cuatro del sector público; el Superintendente de Compañías, quien lo presidirá; un delegado del Presidente de la República; el

Superintendente de Bancos y Seguros y el Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador; y, tres del sector privado, designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías.”

Es necesario recordar que en el contrato de underwriting intervienen dos partes principales:

- ✓ La sociedad emisora de valores primarios. Por lo general es una empresa que busca financiamiento de liquidez, y a través de este contrato underwriting ve solventada esa necesidad económica ya que constituye el medio más rápido y seguro para la obtención de capital a corto plazo.
- ✓ El underwriter o intermediario financiero, el cual suscribe la primera emisión es decir el que se compromete a efectuar la colocación (Banca de Inversión. Es decir el underwriter es la que en un principio prefinancia la emisión de las obligaciones y finalmente consigue la colocación y suscripción de ellas.

Pero también existe otros intervinientes que no forman parte de este convenio de manera directa pero su labor es muy importante señalar ya que el gerente de la empresa juega un papel fundamental en este tipo de propósito el autor Hugo Fonseca señala en su artículo “La técnica del Underwriting y su aplicación en Costa Rica” nos indica que el “El Manager desempeña una función clave en el proceso, razón por la cual su éxito depende en gran parte de él.” El gerente del proyecto suele ser un banco de inversión las funciones que realiza son las siguientes:

1. Propone el precio de la inversión.
2. Verifica la viabilidad del proyecto y evalúa la capacidad de la empresa.
3. Negocia el contrato es decir monto, condiciones, términos.

4. Prepara los documentos legales del convenio es decir los papeleos necesarios, autorizaciones.
5. Mantiene el contacto con las emisoras y partes interesadas.
6. En caso de títulos de deuda verifica la capacidad de endeudamiento de la empresa.
7. Prepara el anuncio de la emisión de títulos valores de acuerdo a la legislación vigente.

Para elegir al manager o gerente la empresa emisora considera varios aspectos:

- ✓ Precio de los títulos
- ✓ Comisiones de los underwriters y colocadores de la emisión.
- ✓ Otros gastos relacionados y demás términos, condiciones del contrato.

Es importante destacar que se debe tomar muy en cuenta la experiencia del banco de inversión en la colocación de los títulos valores basándose en el precio y demás condiciones para que sea una operación exitosa, por lo tanto los gerentes es decir la banca de inversión deben ser tener experiencia ya que su reputación juega un papel fundamental para el éxito del underwriting. También se puede mencionar que dentro de este proceso participan asesores legares, económicos, financieros, contables y el Consejo Nacional de valores quien es el agente regulador de las operaciones.

3.6 Conclusiones y Recomendaciones.

Conclusiones:

- I. El contrato underwriting constituye una fuente de financiamiento a largo plazo rápido y seguro, permite también a los inversionistas reducir los riesgos de cartera.
- II. Este proyecto “contrato underwriting” constituye un proceso financiero muy importante en la que participan asesores financieros, legales, contables, y los agentes reguladores como es el Consejo Nacional de Valores que autoriza la emisión de dichos títulos valores.
- III. Existe una falta de participación de las entidades financieras dispuestas a asumir mayores riesgos de colocación de títulos valores a través de este tipo de contrato.
- IV. El contrato de underwriting es un instrumento jurídico novedoso el cual garantiza al emisor la colocación de valores en el mercado y constituye a su vez un mecanismo de financiamiento que facilita el acceso de las empresas al mercado de capitales, con el fin de que estas puedan obtener los recursos necesarios para su desarrollo.
- V. La esencia jurídica del contrato es anticipar fondos a la compañía Emisora y no tener que esperar que los valores sean colocados en el mercado.
- VI. El contrato de underwriting no se encuentra ampliamente regulado en nuestra legislación, motivo por el cual ha sido difícil poderlo aplicar en nuestro medio, por lo que es necesario que se encuentre tipificado en la Ley de Mercado de Valores.

- VII. Constituye un contrato complejo, pues no solo abarca la colaboración de títulos valores que se contempla también de diferentes servicios de asesoramiento (particularmente en la etapa inicial, pero también durante su funcionamiento, pues pueden presentarse en la práctica hechos que no fueron inicialmente considerados o debidamente evaluados).
- VIII. El contrato underwriting permite a las empresas pequeñas a tener acceso al mercado de valores.
- IX. El contrato underwriting a pesar de ser una herramienta muy beneficiosa en cuanto a la obtención de recursos económicos a las sociedades, este no es habitual o su conocimiento es escaso ya que las casas de valores no dan información sobre la existencia del mismo.
- X. A pesar de ser el underwriting una modalidad de contratación beneficiosa, ya que a través de su suscripción puede brindar financiamiento y recursos económicos a las sociedades mercantiles, el underwriting no es difundido ya que las Casas de Valores no brindan información sobre la existencia del mismo a sus clientes.

Recomendaciones:

1. Es muy importante crear en el empresario una mentalidad financiera diferente, es decir que visualice las ventajas que tiene este tipo de contrato en cuanto a la obtención de recursos monetarios a corto plazo con el fin de obtener el financiamiento requerido.
2. Es indispensable que se estimule la utilización del contrato underwriting ya que la falta de leyes que incentiven al mercado de capitales, ha generado

desviaciones en los mismos haciendo más atractivo el financiamiento con deuda, dados los altos costos de las emisiones que genera el pago de intereses sobre préstamos.

3. El contrato underwriting constituye una modalidad de contratación beneficiosa, ya que a través de su suscripción puede brindar financiamiento y recursos económicos a las sociedades mercantiles por eso es necesario que el underwriting sea difundido ya que las Casas de Valores no brindan información sobre la existencia del mismo a sus clientes.
4. En nuestro país es importante e indispensable que actualicen las leyes de acuerdo a las necesidades y la realidad actual, ya que la Ley de Mercado de Valores trata muy poco acerca de este tipo de contrato underwriting y la utilización de este contrato en nuestro medio es muy escaso.
5. Es importante que exista una mayor cultura bursátil en nuestro medio ya que el conocimiento del mercado de valores en nuestro medio es muy bajo, considero que el desconocimiento de la cultura bursátil y del contrato underwriting conllevan a la poca utilización de este importante instrumento financiero en nuestro país.

BIBLIOGRAFÍA

Arrubla Paucar, J. (1997). *Contratos Mercantiles*. Medellín: Biblioteca Jurídica Dikè.

Barriga, A. (2007). *Propuesta de Reformas al Cósigo de Comercio Ecuatoriano (Tesis de Grado)*. Cuenca: Universidad del Azuay.

Bolsa de Quito. (2011). *Manuales de Inscripción de Valores*. Obtenido de sitio web de Bolsa de Quito: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/acciones/110517211242-d954f59b4acd424fa9eb0ae4f0a3430c_comoemitiracciones.pdf

Congreso Nacional. (1999). *Ley de Mercado de Valores*. Quito: Congreso Nacional del Ecuador.

Congreso Nacional. (2011). *Ley Orgánica de Mercado de Valores*. Quito: Asamblea Nacional.

Consejo Nacional de Valores. (2012, Mayo 24). Resolución CNV-004-2012. Quito, Ecuador.

Fernández Vásquez, J. A. (2012). *El Contrato de Underwriting*. Retrieved abril 11, 2015, from Revista Jurídica SSIAS: <http://www.uss.edu.pe/uss/RevistasVirtuales/ssias/ssias5/contenido.html>

Fernández Vásquez, J. A. (2012, Noviembre). El Contrato de Underwriting. *Revista Jurídica SSIAS*.

González Torre, Roberto. (2000). La titularización de activos a la luz de la Ley de Mercado de Valores. *Derecho Societario*(5), 27-56.

- Guerrero Delgado, C. (2000). *El Contrato de Underwriting*. Cundinamarca, Colombia: Universidad de La Sabana.
- Guerrero V., R. (1995). Sumario de los aspectos legales sobre la colocación de ADRs en los mercados internacionales. *Revista Chilena de Derecho*, 389-415.
- Northcote Sandoval, C. (2010). El Contrato de Underwriting. *Actualidad Empresarial*(198).
- Paláez, E. (2006). *Underwriting*. Retrieved abril 12, 2015, from Derecho Societario. Material para uso exclusivo de estudiantes: <http://www.societario.com/estudiantes/presentaciones/Underwriting.pdf>
- Picado Odio, H. E. (1997). Los contratos comerciales modernos (o económicos). Urgente necesidad de un cambio. *Ivstitia*, 19-23.
- Ramírez R., C. M. (2006). *Curso de Legislación Mercantil*. Loja: Industrial Gráfico Amazonas.
- Risco Chumpitazi, M. (2011). *Contrato de Underwriting en el Perú*. Retrieved from Ilustrados.com: <http://www.ilustrados.com/tema/9286/Contrato-Underwriting-Peru.html>
- Romero-Pérez, J. E. (2006, enero-abril). Underwriting: contrato financiero moderno. *Revista de Ciencias Jurídicas*(109), 91-118.
- Ruíz Torres, G. (n.d.). Retrieved Octubre 2, 2014, from Poder Judicial del Perú: <http://www.pj.gob.pe/wps/wcm/connect/e951a30046d48660a704a744013c2be7/87underwriting.pdf?MOD=AJPERES>

Ruiz Torres, G. (2010). El Contrato de Underwriting. *Cuadernos de Investigación y Jurisprudencia*(8), 115-125. Recuperado el 11 de abril de 2015, de Poder Judicial del Perú:
<http://www.pj.gob.pe/wps/wcm/connect/e951a30046d48660a704a744013c2be7/87underwriting.pdf?MOD=AJPERES>

Valdospinos Castro, E. (2012). *La emisión de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano. (Tesis de grado)*. Quito: Universidad Internaonal SEK.

RENAN ELIAS ZAPATA El Contrato Underwriting.

ANEXO

CONTRATO DE UNDERWRITING

Señor Notario, en el registro de escrituras públicas a su caro, sírvase incorporar sírvase incorporar uno de emisión y colocación de acciones que celebran de una parte la compañía xxxxxxxxx, debidamente representada por el señor..... en su calidad de Gerente General y Representante Legal, conforme consta del nombramiento adunto a la presente, a quien en adelante y para efectos del presente instrumento sed la podrá denominar como LA EMISORA; y de la otra parte, EL BANCO XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX debidamente representado por xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx con RUC No, y a quien se llamará EL BANCO, en los términos y condiciones siguientes:

PRIMERA.- LA EMISORA es una sociedad anónima cuyo capital totalmente pagado es de de xxxxxxxxx y cuyo objeto es efectuar obras de construcción.

EL BANCO, a su vez, es una institución bancaria xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx

SEGUNDA.- En sesión de Junta General Extraordinaria de Accionistas del y con el propósito de ampliar su producción en los términos que aparecen de la correspondiente acta, LA EMISORA acordó aumentar su capital en dolares, para lo cual se emitirán acciones de un valor nominal de dólares cada una, teniendo el carácter de acciones nominativas. También se acordó que la colocación de tales acciones fuese encomendada a EL BANCO, en los términos y condiciones que aparecen en este documento.

TERCERA.- Las acciones que son materia de este contrato están numeradas del al EL BANCO declara que recibe las referidas acciones al momento de firmarse este documento.

CUARTA.- LA EMISORA declara que ha vencido con exceso el plazo para el ejercicio del derecho de preferencia de los accionistas a que se refiere el Art. ... de los Estatutos, sin que ninguno de ellos haya ejercitado su derecho de preferencia, por lo cual EL BANCO es libre de hacer la colocación que se le ha encomendado.

QUINTA.- La colocación deberá efectuarse en forma pública.

SEXTA.- La modalidad de este contrato es la de COLOCACION DE FIRME Y CON PREFINANCIACION, de modo que EL BANCO asume la totalidad de las acciones emitidas y corre, por lo tanto, con el riesgo de la colocación.

SEPTIMA.- EL BANCO prefinancia a LA EMISORA depositando en la cuenta corriente que tiene abierta en la institución con el No la cantidad dedólares. Esta financiación devengará un interés del% anual.

OCTAVA.- El plazo para que EL BANCO efectúe la colocación total de las acciones es de seis meses, contados desde la fecha de este documento, de modo que vencerá el de de

NOVENA.- La colocación deberá ser hecha por el valor nominal de las acciones entregadas a EL BANCO.

DECIMA.- Queda expresamente convenido que EL BANCO no podrá asociarse con ninguna otra entidad del sistema financiero para el efecto de la colocación de las acciones que ha recibido.

DECIMO PRIMERA.- EL BANCO declara que ha efectuado todos los estudios legales, económicos, financieros y contables de LA EMISORA, encontrándolos conformes. Estos estudios han sido realizados por los correspondientes departamentos de EL BANCO, cuyos informes y conclusiones aparecen en los anexos Nos I y II, que igualmente se insertan como habilitantes.

DECIMO SEGUNDA.- En tanto se vayan haciendo las colocaciones de las acciones, su precio será depositado en la cuenta corriente que se ha mencionado en la cláusula séptima. Está expresamente convenido que la colocación será efectuada mediante pago al contado de las personas naturales o jurídicas que las adquieran.

DECIMO TERCERA.- Será de absoluta responsabilidad de EL BANCO la elaboración de la correspondiente estrategia para la colocación de las acciones, así como obtener el permiso de la autoridad competente.

DECIMO CUARTA.- EL BANCO mantendrá permanentemente informada a LA EMISORA sobre el avance de las colocaciones.

DECIMO QUINTA.- EL BANCO podrá utilizar agentes para la colocación de las acciones, siempre que obtenga autorización por escrito de LA EMISORA y asumiendo, en todo caso, la responsabilidad por la función, seriedad y solvencia de los agentes. Por consiguiente y en el caso de utilizar agentes, toda la responsabilidad es asumida por EL BANCO.

DECIMO SEXTA.- En la hipótesis de que vencido el plazo señalado en la cláusula octava no se hubiesen colocado todas las acciones, el saldo será adquirido por EL BANCO, a su valor nominal.

DECIMO SEPTIMA.- Por su intervención en la colocación de las acciones, EL BANCO percibirá de LA EMISORA una comisión del% calculada sobre el valor nominal de cada acción colocada.

DECIMO OCTAVA.- LA EMISORA se obliga frente a EL BANCO a comunicarle cualquier situación que de alguna manera pueda deteriorar o haya deteriorado la solvencia de la entidad.

Ambas partes se comprometen a analizar conjuntamente, con los asesores que consideren convenientes, la situación o situaciones que se hubiesen producido. LA EMISORA se obliga a subsanar la o las deficiencias que sean constadas.

De no hacerlo así, EL BANCO podrá dar por resuelto el contrato y LA EMISORA tendrá que responder por los daños y perjuicios que se produzcan.

DECIMO NOVENA.- Todos los gastos e impuestos que puedan derivarse de la celebración y ejecución de este contrato correrán por cuenta de EMISORA.

VIGESIMA.- Las partes señalan para todo efecto como su domicilio el señalado en la introducción y se someten al fuero de los jueces y tribunales de la ciudad de Cuenca, provincia del Azuay.

Agregue Ud., señor Notario, las cláusulas que son de ley. Inserte las actas de Junta Extraordinaria de Acciones de la Compañía y de Sesión de Directorio del Banco fechadas el y respectivamente, así como los anexos I y II a que se ha hecho mención en la cláusula décimo primera.

Att.-

Dr. XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

Mat. XXXXXXXXXX C.A.A.