
La técnica del *underwriting* y su aplicación en Costa Rica

Hugo Fonseca*

I. INTRODUCCIÓN

La técnica del *underwriting* ha demostrado ser un mecanismo que encamina el proceso de evolución de los mercados de capitales del mundo.

En Costa Rica, urgentes de conocer, estudiar y aplicar nuevos y sanos mecanismos para el desarrollo económico, la técnica representa una forma real de canalizar eficientemente los recursos financieros provenientes del normal proceso de ahorro - inversión que conlleva el mejoramiento del nivel de vida de los países.

La contribución económica de esta figura radica en el gran aporte a la mencionada evolución del mercado de capitales costarricense, a un cambio potencial de mentalidad en los inversionistas, a nuevas formas o posibilidades para que empresas obtengan recursos necesarios para sus proyectos, a más instrumentos financieros en el mercado que permiten a los agentes económicos mejorar su capacidad de decisión a la hora de invertir sus ahorros.

Para cumplir con los objetivos expuestos en el párrafo anterior, el presente estudio detalla la técnica del *underwriting*, explica los diferentes tipos existentes, su aplicación al mercado costarricense, expone además algunas experiencias que se analizan, así como consideraciones finales que señalan las ventajas, desventajas, conclusiones y recomendaciones de su uso.

* Máster en Administración de Negocios con énfasis en Banca y Finanzas. Universidad de Costa Rica. Bachiller Economía Stvdivm Générale. Universidad Autónoma de Centro América. Consultor, asesor económico y financiero. Profesor de Economía Stvdivm Générale, Universidad Autónoma de Centro América. Miembro del programa Jóvenes Economistas (YEP).

1. García Guevara, Héctor María. *El Contrato de Suscripción de Acciones*. Buenos Aires, Argentina. 1988 p. 87

II. LA TÉCNICA DEL UNDERWRITING

El *underwriting*, conocido también como Suscripción Temporal es una práctica de origen anglosajón. Este mecanismo permite a los Bancos de Inversión (aquellos bancos que se dedican a conseguir fondos a empresas, mediante la colocación de acciones o títulos de deuda, tales como bonos) realizar inversiones en valores mobiliarios, prefinanciar emisiones y a la vez colocarlas.¹

Este mecanismo permite a una empresa nueva o ya constituida ofrecer al público acciones o títulos de deuda para financiar su constitución o sus proyectos de inversión, utilizando para esto un intermediario, el cual es una entidad financiera que puede prefinanciar y colocar la emisión en el mercado, asegurándose la empresa los fondos necesarios para realizar sus planes. Es un mecanismo que permite incentivar el desarrollo del mercado de capitales y en especial el mercado accionario.

La actividad es llevada a cabo por bancos de inversión, bancos de desarrollo, financieras, compañías aseguradoras y otras entidades financieras. El atractivo para estas es la oportunidad de generar ingresos por servicios en la venta de acciones o títulos de deuda de las empresas emisoras. Así mismo, les permite ampliar las opciones de inversión y rentabilidad que ofrecen a sus clientes, tanto individual como institucionalmente.

Es de gran importancia que la entidad cuente con la capacidad económica y administrativa para financiar y asesorar la emisión, así como posteriormente colocar los títulos en el mercado y lograr éxito en la colocación.

El objetivo del underwriting es trasladar al mercado el total de la emisión, de modo tal que, al finalizar el período de convenio temporal, los títulos estén en manos de inversionistas particulares o institucionales, razón por la que como para cualquier entidad financiera, su giro operacional no es adueñarse de propiedades o empresas, sino más bien de realizar una labor de intermediación financiera eficiente. Esta labor bien realizada permitirá un mayor desarrollo del mercado de capitales y, por consiguiente, la consecución de recursos sanos para empresas privadas y públicas.

II.1 PARTICIPANTES EN EL PROCESO DE UNDERWRITING

En el proceso de suscripción temporal participan nueve entidades con responsabilidades y tareas claramente definidas. Las funciones de estos en términos generales las mencionamos a continuación:

11.1.1 La empresa emisora

Es aquella empresa que necesita de capital adicional o fondos a largo plazo que se generen mediante la venta de títulos valores al público, para lo cual contrata los servicios de intermediación de entidades financieras (generalmente bancos de inversión) para facilitar la obtención de los recursos.

Estas empresas normalmente recurren al procedimiento de underwriting, debido a que desean asegurarse recibir una cantidad dada de recursos, una experiencia mayor en la colocación de títulos y un mejor contacto con inversionistas potenciales.

11.1.2 Gerentes del proyecto (managers)

Desempeñan una función clave en el proceso, razón por la cual su éxito depende en gran parte de ellos. El gerente del proyecto suele ser un banco de inversión, esto debido a que es su principal actividad.

Las funciones típicas del mismo se detallan a continuación:

- 1- Evaluar la capacidad de la empresa emisora para realizar el proyecto (viabilidad) y dar su opinión con respecto a las posibilidades de

que la emisión sea aceptada en el mercado, al igual que el concepto que tiene la comunidad financiera y los inversionistas de la misma. En caso de títulos de deuda, debe verificar la capacidad de endeudamiento que tiene la empresa.

- 2- Especificarle al emisor las opciones financieras que tiene en el mercado.
- 3- Proponer el precio de la emisión.
- 4- Negociar los aspectos relacionados con el monto, comisiones, términos, condiciones y oportunidades que debe ofrecer la emisión.
- 5- Preparar el prospecto de una emisión de acuerdo a la legislación vigente.
- 6- Fundar un consorcio o sindicato de *comanagers*, *underwriters* y agentes colocadores, para distribuir la emisión y definir las cuotas de suscripción.
- 7- Entre otras se encuentran el preparar los documentos legales del convenio, el papeleo y trámites necesarios, mantener el contacto con la emisora y las partes interesadas.

Para elegirlo, la empresa emisora negocia varios aspectos:

- 1- Precio de los títulos.
- 2- Comisiones del manager, los underwriters y los colocadores de la emisión, así como otros gastos.
- 3- El respaldo del Gerente de Proyecto una vez finalizado el período de la suscripción.
- 4- Los demás términos y condiciones del contrato.

Se debe considerar la reputación del banco de inversión, su experiencia en la colocación de títulos valores de empresas similares y, sobre todo, la capacidad para distribuir con éxito la emisión basándose en el precio y demás condiciones acordadas. Cabe destacar que tanto los Gerentes de Proyectos, como los clientes, son muy selectivos para escoger a su contraparte, debido a que, para los Bancos de Inversión, su principal activo es la reputación y un fracaso en el *underwriting* dañaría fuertemente su imagen.

11.1.3 Banco de inversión

Es una entidad especializada en la intermediación de los títulos valores, tanto en el mercado primario como en el secundario; utiliza los servicios de flotación de nuevas emisiones, el *underwriting*, fusiones, adquisiciones y compras apalancadas de empresas.

Normalmente organizan una estructura piramidal de intermediarios financieros que participan en los esfuerzos de colocación de los títulos valores en el mercado, así como la comisión que el banco cobra al emisor por los servicios brindados. La estructura mencionada se puede desglosar de la siguiente manera:²

- *Underwriter* o administrador (banco de inversión)
- *Co-underwriter* (otros bancos de inversión)
- Distribuidores (agentes especializados)
- Comisionistas (puestos y corredores de bolsa)

Toda esta estructura se alimenta de la comisión única establecida por el banco de inversión, el cual funge como líder con su cliente.

Algunas de las ventajas de utilizar a uno de estos bancos, es que permiten acceder a mejores fuentes de financiamiento, así como lograr una mayor certeza en la colocación ya sea de títulos de deuda o acciones, generando una mayor rapidez en el cumplimiento de los objetivos finales de las empresas con sus proyectos. Para los inversionistas resulta más fácil encontrar la información necesaria o prospecto de la empresa y tomar una mejor decisión. Tanto estos como las empresas logran reducir sus costos de oportunidad.

11.1.4 Underwriters

Su función primordial es asumir el riesgo de mercado y garantizar a la empresa emisora los recursos convenidos al colocar o no la emisión en el público. Para tal efecto, los *underwriters* cobran honorarios de *underwriting*, dado el convenio que

2. El "underwriting" en Costa Rica: Una evaluación de los casos realizados. Jorge Volio Pérez, FUNDEPOS, Programa de Capacitación Bursátil.

contraen al suscribir la emisión y pagarla. El riesgo que asumen puede ser considerable en un mercado muy volátil o cuando la emisora no es muy conocida. Los títulos que no vendan, los debe comprar el *underwriter* a un precio prorrateado, según el precio de mercado del título, mantenerlos en su cartera e intentar venderlos posteriormente. Además, reciben una comisión de venta adicional al colocar una parte sustancial de la misma.

11.1.5 Grupo colocador

Este grupo está constituido por lo general de puestos de bolsa, los cuales no asumen ningún riesgo, sino que reciben un porcentaje por los títulos valores para colocarlos. En la práctica, la mayor colocación es realizada por el Gerente de Proyecto y los demás *underwriters*. En mercados emergentes, tal labor puede realizarla, además, los bancos, las compañías aseguradoras e instituciones de ahorro.

11.1.6 Asesor legal

Generalmente un asesor legal y algunas veces dos firmas de abogados (las que representan los intereses de la emisora y el sindicato de *underwriters* respectivamente) realizan todos los procedimientos necesarios para asegurar la legalidad del procedimiento y la elaboración de los documentos necesarios.

11.1.7 El inversionista

Este grupo está constituido por personas físicas o jurídicas que adquieren los títulos emitidos. Pueden ser inversionistas pequeños o bien, inversionistas institucionales tales como compañías aseguradoras, fondos de pensiones, fondos mutuos, bancos comerciales, bancos de inversión o agentes de valores. No está limitada la cantidad de títulos valores que estos pueden comprar y su decisión se basa en las características de los activos financieros, es decir, liquidez, rentabilidad y riesgo.

11.1.8 Agente regulador

Es el ente encargado de regular los diferentes títulos que este mecanismo puede manejar. En el caso de Costa Rica, tal responsabilidad recae en la Superintendencia General de Valores (Sugeval), la

cual se encarga de la regulación y autorregulación con fines de proteger al inversionista mediante: 1- Suministro de información apropiada y el establecimiento de estándares contables y de auditoría adecuados para que así el inversionista tome decisiones con suficiente información. 2- Establecer los requerimientos profesionales mínimos para los agentes de valores.

II.1.9 Otras entidades

En este caso se incluyen el Ministerio de Hacienda y algunas otras entidades, que exigen el cumplimiento de ciertos requisitos en relación a la regulación y supervisión principalmente en materia impositiva.

II.2 TIPOS DE UNDERWRITING

Hay varias formas en las cuales una entidad financiera puede colocar en el mercado las emisiones de títulos:

11.2.1 Colocación en firme o underwriting en firme

En este tipo de convenio, la entidad financiera realiza el pago de la emisión total en forma inmediata a la empresa o institución que contrató el servicio, y luego, esta se encarga de colocar los títulos en el mercado por su cuenta y riesgo, es decir, financia directamente al emisor. En este caso el *underwriter* asume el máximo riesgo y constituye la forma que más favorece a la empresa emisora, en virtud de que se hace cargo de la totalidad de la emisión, se la paga a la compañía y luego se encarga de colocarla en el mercado.

11.2.2 Colocación garantizada

En esta clase, el *underwriter* garantiza que la colocación se hará en un plazo determinado y de no ser así, el mismo suscribe las acciones o títulos no vendidos. Este caso se presenta cuando la empresa emisora, habiendo definido el monto del aumento del capital y la emisión de las acciones o títulos requeridos, quiere asegurarse la suscripción total de la emisión, para lo cual establece un contrato con la entidad financiera, donde se estipula la obligación del *underwriter* de comprar los títulos o acciones

remanentes una vez terminado el plazo del convenio.

11.2.3 Colocación al mejor esfuerzo

Bajo este esquema, el *underwriter*, se compromete únicamente a vender los títulos valores o acciones que pueda colocar en el mercado, y si quedare algún remanente después de la fecha límite fijada, este no se compromete a comprarlo. Este tipo se utiliza en mercados financieros más desarrollados e implica mínimo riesgo para el intermediario y poco costo para el emisor.

II.2.4 Colocación de todo o nada

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

Es importante destacar que, 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. De igual modo, se forman consorcios de *underwriters* para que el riesgo por asumir sea menor, es decir, que cada uno de ellos diversifique la cartera de los títulos o acciones que van a colocar, reduciendo, por consiguiente, la probabilidad de pérdida del total de su cartera a colocar.

II.3 EL PROCESO DEL UNDERWRITING

El *underwriting* es un proceso especializado que requiere buen conocimiento y contacto con otros *underwriters*, solo resulta del contacto diario y estrecho con ellos, así como un conocimiento de las finanzas y la legislación sobre todos los aspectos pertinentes.

En su fase operativa se requiere conseguir información detallada y transparente de la empresa, ya que la emisión de títulos o acciones debe cumplir con ciertas características estipuladas en la Ley Reguladora del Mercado de Valores (para el caso de Costa Rica) o leyes relacionadas vigentes en determinado territorio.

Las etapas que componen el proceso de *underwriting* en términos generales, se detallan a continuación:

1. Estudio de la compañía:

- Administración
- Industria y Mercadeo
- Estructura Financiera
- Capacidad de Generar Ingresos
- Necesidades de Financiamiento

2. Diseño de títulos valores:

- Empresa emisora
- Tipo
- Características - Denominación
- Domicilio
- Citas de inscripción de la sociedad emisora en el Registro Mercantil
- Valor nominal
- Tipo de interés fijado
- Plazo y forma de pago
- Número de título
- Lugar y fecha de emisión
- Fecha de autorización de la entidad reguladora
- Lugar de pago
- Detalle de las garantías
- Firma de los personeros de la sociedad

3. Trámite de inscripción de la compañía ante la Entidad Reguladora del Mercado de Valores:

- Antecedentes generales, económicos, financieros, legales.
- Preparación del prospecto y aviso de oferta pública.
- Documentación legal y de tipo administrativo

4. Coordinación de gestiones de mercadeo:

- Presentar proyecto a Puestos de Bolsa
- Seleccionar Puestos que van a colocar la emisión
- Negociar condiciones con los Puestos elegidos

5. Oferta pública de la emisión:

- Presentación a inversionistas potenciales

6. En caso de tratarse de un *underwriting* garantizado, la adquisición por parte del underwriter de los títulos no colocados.

II.4 LEGISLACIÓN QUE REGULA LA ACTIVIDAD

En Costa Rica, el Marco Jurídico que regula el *underwriting* se basa en la Ley Reguladora de Mercado de Valores y las reformas al Código de Comercio. La función fiscalizadora la desempeña la Superintendencia General de Valores, órgano de máxima desconcentración del Banco Central de Costa Rica. En la última modificación a la ley, dentro de algunos cambios específicos se menciona la posibilidad de que los puestos de bolsa realicen operaciones de *underwriting* o *prefinanciación de emisiones* con sus clientes, operaciones propias de banca de inversión, sin descartar el desarrollo de este instrumento a través de bancos comerciales.³

Algunas normativas de operación se han presentado al órgano rector del instrumento para su aprobación, tal es el caso del Reglamento Operativo para la Suscripción de Emisiones por parte de Puestos de Bolsa de la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica, S.A., que contiene lineamientos tanto para los emisores como para aquellos puestos de bolsa que participen en determinada colocación de títulos de deuda o acciones bajo esta modalidad en estudio. En sí, para el caso de Costa Rica el reglamento definitivo se encuentra en la fase de aprobación.

3. Thompson Allan. "La Nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores". *Actualidad Económica*. N° 175. Año XII. Abril 1998.

II.5 UNDERWRITING Y EL MERCADO DE CAPITALES

El mecanismo de *underwriting* permite incentivar la evolución del mercado financiero, específicamente en su componente del mercado de valores. Este desarrollo generará beneficios tales como la provisión de los medios de pago generalmente aceptados, que reducen los costos de transacción, facilita el comercio y genera una mayor especialización en la producción.

Es primordial para una economía en desarrollo contar con un mercado financiero bien desarrollado y competitivo, que le permita asignar los fondos disponibles en la economía a proyectos que sean rentables, es decir aumentar la eficiencia en el uso de los recursos.

La existencia de estos mercados se da debido a que las empresas por su misma naturaleza, necesitan fondos para operar. Requieren de un aporte inicial para comenzar operaciones, así como de fondos de corto y largo plazo para poder llevar a cabo sus actividades, es por ello que estas deben recurrir a los Mercados de Dinero y de Capitales para tener acceso a los fondos necesarios.

En los países desarrollados, los mercados de capitales, el mercado de valores y las bolsas de valores, han demostrado su utilidad y eficacia como instrumentos idóneos para la movilización de recursos internos del país y su canalización hacia los sectores productivos. De este modo, las empresas logran solventar sus necesidades de fondos, principalmente con la colocación de acciones.

II.6 EXPERIENCIAS EN COSTA RICA DEL UNDERWRITING

Dentro de los casos de *underwriting* en Costa Rica se encuentran colocaciones a empresas que buscan capital a largo plazo y colocaciones de deuda en el exterior.

II.6.1 Atlas Eléctrica

Atlas Eléctrica se estableció en 1961 y representa una de las mayores empresas industriales en Centroamérica en el ramo de la

fabricación de cocinas y refrigeradoras. Esta empresa realizó un *underwriting* en 1989, con el fin de reordenar la estructura financiera, principalmente la cancelación de pasivos financieros a corto plazo, que eran los más onerosos dentro de su estructura de financiamiento. Este evento se caracterizó por ser la primera vez en el mercado financiero costarricense, que se utiliza tal mecanismo para la colocación pública de una emisión de acciones, se definió como colocación garantizada, con un plazo de 60 días para colocarlas y el *underwriter* se comprometía a adquirir el remanente de las acciones con un pacto de recompra a los cuatro años.

Los títulos emitidos se caracterizaron por tener un dividendo fijo y atractivo a la fecha, sobre el valor facial de la acción, pagadero trimestralmente, contando con participación en los dividendos comunes que se declararan y teniendo todos los derechos de las acciones comunes, inclusive el de voto. Estas acciones serían convertidas en acciones comunes a partir del décimo año después de emitidas.

Los accionistas contaban con la posibilidad de vender sus acciones preferentes en un momento determinado y para tal efecto se creó un fondo de liquidez o fideicomiso en el cual Atlas depositó un 5% del monto emitido.

La colocación fue un éxito, aunque al principio el colocador tuvo que realizar la compra del 17% del total de las acciones.

11.6.2 El Yune S.A.

El Yune S.A. a inicios de la década logró emitir acciones con el propósito de desarrollar un proyecto de Macadamia para exportación. La venta de acciones solo fue de un 2% del total al principio, el restante 98% fue adquirido por el colocador.

Se utilizó el denominado *underwriting* garantizado. En esta oportunidad se realizaron todos los estudios de factibilidad económica y viabilidad del proyecto, se puso a disposición del público el total de la emisión. El *underwriter* se comprometió a comprar la totalidad de las acciones

que el mercado no adquiriera en un plazo de seis meses.

El resultado de esta iniciativa fue, por un lado, que el Yune S.A., logró sus propósitos dado que tuvo acceso al total del dinero requerido, con lo cual inició la siembra de los cultivos de Macadamia. Por otra parte, en lo que respecta al *underwriter*, debió hacerle frente al riesgo que significaba la no colocación de las acciones, así como al rendimiento de dichas acciones.

La experiencia al final fue una colocación no significativa, un 60% del total en oferta pública, asumiendo quien las colocó el restante 40%, la política que se utilizó fue colocar ese porcentaje en el mercado secundario, esfuerzo que no tuvo mucha aceptación.

Las justificaciones de tales resultados son fundamentalmente dos, por un lado la desconfianza en el sector agropecuario, por el hecho de que los inversionistas ven en la agricultura un alto riesgo, al ser una actividad expuesta a los cambios climáticos, manejo de plantaciones, mercadeo, precios; en lo que se refiere a la segunda, se relaciona la escasa madurez del mercado, de los inversionistas y del mismo emisor y *underwriter*, no se ofreció un rendimiento del título atractivo de acuerdo con la naturaleza del negocio.

11.6.3 Dosel S.A.

Dosel S.A. es la representante de un proyecto de Eco-Turismo, investigación y conservación de la flora y fauna cuyo terreno consta de 354 hectáreas ubicadas en el distrito de La Unión, en Guápiles y colinda con el Parque Nacional Braulio Carrillo, el Río Corinto y algunas montañas que se extienden hasta las llanuras del Atlántico.

Dosel S.A. realizó un *underwriting* en setiembre de 1993 y los fondos obtenidos se utilizaron para financiar el proyecto, se realizó la compra e instalación de un teleférico, construcción de instalaciones de apoyo tales como un centro de visitantes, bar-restaurante, tienda de souvenirs, diez cabinas para huéspedes, compra de mobiliario y equipo, gastos preoperativos y capital de trabajo inicial.

La venta de las acciones se caracterizó por tener dos etapas, la primera de ellas fue una oferta privada y la segunda una oferta pública. El dinero proveniente de los dos paquetes accionarios, se depositó en un fideicomiso especial donde los inversionistas que posean acciones de Dosel son los beneficiarios.

El compromiso del *underwriter* fue el de mejor esfuerzo, previo a la operación se realizó un estudio de posibles clientes interesados en tales acciones. Se definió el uso del tipo de *underwriting* por el giro normal del negocio, el turismo, garantizando a la empresa de entrada una colocación del 25% del total emitido, al final se logró colocar el 100% de las acciones.

II.6.4 Emisión de Eurobonos del Instituto Costarricense de Electricidad (I.C.E)

Esta ha sido una de las pocas experiencias de empresas costarricenses de captación de recursos en el mercado internacional, mediante la emisión de títulos. En este caso el I.C.E. colocó en mercados financieros europeos: Madrid, Luxemburgo y Londres, así como en Nueva York, un total de US\$50 millones, proceso que resultó exitoso y del que, según indicaciones de la Administración Financiera del I.C.E., no quedó remanente para colocarlo en nuestro país. Para la captación de estos recursos a través de emisión de títulos, la misma institución analizó varias ofertas para el servicio de *underwriting*, tres a saber: El Banco Santander, Citicorp y BICSA; la oferta seleccionada fue la del Banco Santander, bajo el esquema de colocación asegurada y con una comisión del 1.5% sobre el monto de emisión.

Según el I.C.E., todos los gastos legales fueron cubiertos por la emisión, con un costo de US\$250,000, los títulos fueron emitidos al portador, en montos de emisión de: 500 títulos de US\$10,000 y 900 de US\$50,000. El *underwriting* fue colocado en menos de seis meses.

A la hora de la venta de los mismos, se tomó como garantía activos del I.C.E., y, en cuanto al precio los bonos comenzaron con una prima de colocación de un 0.0391%.

Como es el caso de una institución pública autónoma, esta debió realizar algunos trámites extra en el proceso de emisión y a la vez justificar el porqué de la necesidad de buscar fondos en el exterior. Algunos aspectos necesarios para lograr dicha emisión fueron:

- a. Justificación de la estrategia de financiamiento ante la Junta Directiva del I.C.E.
- b. Presentación del Proyecto de Emisión de Eurobonos a los entes regentes de la economía nacional: entre otros Bco. Central, Ministerio de Hacienda.
- c. Revisión detallada de la documentación de informes del emisor, por parte del *underwriter*.
- d. Recopilación de información para el prospecto.
- e. Venta de bonos.
- f. Impresión de bonos definitivos y envío a agencia fiscal establecida previamente.

Dentro de la justificación de financiamiento se logró recabar lo siguiente:

1. Las crecientes necesidades de inversión para llevar a cabo proyectos de desarrollo a largo plazo en las áreas de telecomunicación y energía.
2. Flexibilidad en cuanto al uso de una estructura de tasas de interés fijas y fluctuantes, así como en el tipo de moneda, en que se emitan los títulos valores.
3. Obtención de fondos en forma rápida.
4. Oferta a inversionistas en diferentes lugares del mundo por cuanto se venden en un gran número de centros financieros internacionales.

Igualmente es de interés mencionar las funciones principales que desempeñó el Banco Santander como *Underwriter*. Estas funciones fueron las siguientes:

1. Sugerir y recomendar la estructura y características de la emisión.
2. Revisar la información y preparar el memorándum de la misma.
3. Evaluar la demanda potencial.

4. Asesorar al emisor sobre los mercados internacionales.
5. Asegurar el programa de la operación.
6. Determinar el momento y llevar a cabo la emisión del eurobono.
7. Apoyar el mercado secundario de la misma.
8. Colocar y asegurar la presentación de los documentos indispensables a ella.

Finalmente, dentro de los elementos que se incluyeron en el prospecto que debió elaborar el I.C.E., se encuentra la descripción de los antecedentes históricos de la Institución, Balances de Situación, Estados de Resultados, entorno de la empresa, descripción de la estructura administrativa.

II.6.5 Productora de cítricos (PROCISA):

La idea de esta empresa fue la de producir cítricos y vendérselos posteriormente a TICOFRUT (empresa agroindustrial), para su respectivo proceso y colocación en el mercado internacional como jugo congelado y concentrado de naranja. Se emitieron las acciones para adquirir el capital necesario y desarrollar el negocio.

La emisión se realizó con acciones comunes, las cuales no garantizaban rendimiento determinado. En esta oportunidad se logró colocar el 30% de las acciones emitidas, esto por cuanto a pesar de que tuvieron rentabilidades muy atractivas, debieron competir con otros instrumentos financieros, debido a que, en ese momento, se presentó un alza en las tasas de interés, a la vez de que eran títulos sin rendimiento mínimo garantizado. El *underwriter* tuvo que adquirir el restante porcentaje.

En los últimos días, la tendencia a utilizar la figura financiera por las instituciones que han incursionado en el campo son en proyectos hidroeléctricos, tal es el caso de la Central Hidroeléctrica Serkata S.R.L., industriales, centros comerciales y de servicios.

III. CONSIDERACIONES FINALES

III.1 Ventajas y desventajas del uso de la figura del underwriting en Costa Rica

Ventajas:

Una mayor utilización de este instrumento generaría:

- Posibilidad de incrementar el desarrollo económico del país a través del aumento en el ahorro nacional.
- Mayor movilidad de acciones.
- Una fuente de financiamiento a largo plazo, rápido y seguro.
- Una forma más de reducir el apalancamiento de las empresas.
- Altas posibilidades para las empresas de garantizarse los recursos, dependiendo del tipo de underwriting a utilizar.
- Una forma de generar una cultura financiera y bursátil de largo plazo en los inversionistas nacionales.
- Una mayor variedad de instrumentos que les permitan a los inversionistas reducir los riesgos de cartera.
- Exposición más clara, actual y veraz para la toma de decisiones de los agentes económicos, lo que permite una mayor claridad del mercado.

Desventajas:

Algunas desventajas que debemos tener en cuenta a la hora de utilizar la figura son:

- La necesidad de un mayor desarrollo de una banca de inversión en el país.
- Un escaso desarrollo del mercado accionario, con poca movilidad de acciones y empresas participantes.
- Falta de mayores incentivos para las acciones.
- Falta de entidades financieras dispuestas a asumir mayores riesgos de colocación de títulos o acciones.

III.2 Conclusiones y recomendaciones:

Conclusiones:

- Dada la naturaleza del mercado de capitales costarricense y la legislación que lo regula, además de la cultura bursátil del medio, donde la tendencia es a invertir en instrumentos a corto plazo, limita y frena las posibilidades de un amplio desarrollo del *underwriting* en el mercado local.
- En Costa Rica, tanto el mercado de capitales como el accionario, no tienen un alto nivel de desarrollo, debido a una represión financiera muy fuerte, permitiendo así una tendencia muchísimo mayor en la transacción de títulos de deuda del Gobierno con respecto a otros instrumentos financieros.
- La falta de leyes que incentiven al mercado de capitales, específicamente el accionario, ha generado distorsiones en los mismos haciendo más atractivo el financiamiento con deuda, dados los altos costos de las emisiones y el escudo fiscal que genera el pago de intereses sobre préstamos.
- Las experiencias en Costa Rica ha determinado la posibilidad de utilizar la figura financiera a nivel local, los mejores éxitos se han dado en la rama de servicios e industria.
- La viabilidad del *underwriting* a nivel internacional para proyectos nacionales es poco factible, dadas las características del propio mercado que requiere emisiones superiores a los US\$50 millones.

Recomendaciones:

- Se debe buscar la forma de colocar las emisiones no solo en el mercado local, pues podrían llegar a saturar el mercado de largo plazo, el cual es muy reducido en el país. Sería importante investigar la posibilidad de colocar emisiones en mercados de capitales centroamericanos y latinoamericanos, así como otros más desarrollados, tal es el caso de Estados Unidos y Europa. Se debe tener en cuenta el inconveniente de que para hacer rentable una colocación de estas, la misma debe provenir de empresas altamente reconocidas, con una solidez financiera marcada y que pueda asumir colocaciones mínimas de al menos US\$50 millones para ofertas públicas. No obstante, cabe la

posibilidad de colocar tales emisiones como lo hizo Dosel, es decir, en forma privada.

- Por otra parte, es necesario crear en el empresario una mentalidad financiera diferente, el principio de esto es el desarrollo de un mercado bursátil que posea una mayor cantidad de instrumentos que le permitan obtener el financiamiento requerido.
- El uso de este instrumento es recomendable para proyectos cuya recuperación de capital es a largo plazo, tal es el caso de proyectos forestales, plantas hidroeléctricas, es decir, proyectos con altas rentabilidades, pero con dificultad de que la banca local les brinde el financiamiento requerido mediante instrumentos normalmente utilizados, por ejemplo, el crédito hipotecario.

Algunas situaciones deberían cambiar:

- La mentalidad cortoplacista del mercado financiero.
- Que las empresas participen en el mercado de valores con apertura a la información que el mercado requiera.
- La cultura de empresas familiares, que creen que, con la venta de una parte de las acciones, pierden su dirección y derecho, frenando el crecimiento de dichas empresas y del propio mercado financiero.
- Las regulaciones de nuestro país no están encaminadas a la expansión del mercado accionario.
- El alto costo de emisión y colocación de las acciones.

IV. BIBLIOGRAFÍA

1. Arguello, José, y Víquez, Carlos. La Técnica del "underwriting" en Costa Rica. Importancia para los mercados de Capitales". Universidad de Costa Rica-FUNDEPOS. Noviembre 1995.
2. Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica, S.A. *Reglamento Operativo para la Suscripción de Emisiones (Underwriting) por parte de Puestos de Bolsa de la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica, S.A.* Reglamento presentado a la

Superintendencia de Valores para su respectiva aprobación.

3. Córdoba, Anayanci y Calcáneo, Bismarck. Algunos Comentarios a las Principales Características del Mercado Accionario Costarricense. Mimeo.
4. Corporación Privada de Inversiones. *Folleto sobre la presentación de la empresa y sus servicios.*
5. De La Fuente, Fernández. *Fondo de Inversión Accionario.* Proyecto Final de Graduación presentado como uno de los requisitos para obtener el título de *Master in Business Administration* (MBA) en National University. National University. San José, Costa Rica. 1989.
6. El Financiero. Año 1, No. 48. Prensa Económica S.A.
7. Fonseca, Rafael y Alvarado, Fernando. El "underwriting" en los Euromercados. Universidad de Costa Rica- FUNDEPOS. Agosto 1995.
8. Hayden, William. *El Mercado Accionario en Costa Rica.* Memorias Bursátiles, Tomo I. 1992.
9. Investigaciones Jurídicas, S.A. *Ley Reguladora del Mercado de Valores.* San José, Costa Rica. Año IX, N° 19. 1998.
10. Quirós, Eduardo. *Aspectos Básicos para la Colocación de Acciones en el Mercado Costarricense, (Por Emisión Pública o Privada).* Proyecto Final de Graduación presentado como uno de los requisitos para obtener el título de *Master in Business Administration* (MBA) en National University. National University. San José, Costa Rica. 1988.
11. Thompson, Allan. "La Nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores". *Actualidad Económica.* N° 175. Año XII. Abril 1998.
12. Volio Pérez, Jorge. El "underwriting" en Costa Rica: una evaluación de los Casos Realizados. Programa de Capacitación Bursátil, Universidad de Costa Rica-FUNDEPOS.