

Van Agtmael, A.W. (1984). Underwriting de una emisión de acciones o bonos en un mercado de valores de reciente creación. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 5, 13-39.

Underwriting de una emisión de acciones o bonos en un mercado de valores de reciente creación, II*

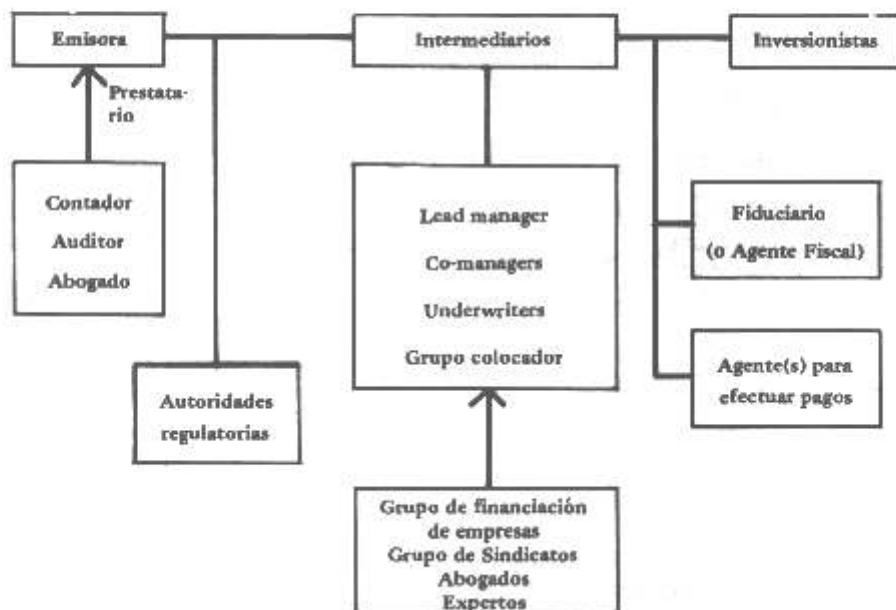
Antoine W. van Agtmael
Jefe, Operaciones de Préstamo I,
Tesorería del Banco Mundial.

Los mecanismos de Underwriting o colocaciones garantizadas, han sido utilizados como complementos de los mercados de valores con miras a activar su funcionamiento mediante la intervención de los underwriters como agentes especializados.

El doctor Van Agtmael, profundo conocedor de este tipo de operaciones, expone en este artículo los fundamentos de la actividad explicando el papel de quienes intervienen, el procedimiento de underwriting, documentación y análisis de la operación, además de los aspectos de legislación y regulación en un lenguaje sumamente claro e ilustrativo aún para personas no iniciadas en el tema.

* Trabajo presentado al Seminario "Underwriting de Valores" Bogotá, abril de 1984, patrocinado por: Banco de la República, Comisión Nacional de Valores, Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente, Corporación Financiera Internacional. Este artículo se reproduce con autorización del Banco de la República.

II. PARTES EN UN UNDERWRITING



Las principales partes en un underwriting son:

a) La Emisora:

2.01 La compañía emisora quiere captar capital de riesgo nuevo o adicional o préstamos a largo plazo mediante la colocación de valores en el público a través de la intermediación de un grupo de bancos (de inversión). Generalmente, la emisora es una compañía privada o mixta que, en el contexto del país en la que funciona constituye una compañía de tamaño relativamente grande. La emisora desea asegurarse que va a recibir una cantidad fija por concepto de suscripción de la emisión y normalmente no es un especialista en la colocación de valores en el público. Por estos motivos, utiliza los servicios de los underwriters, quienes sirven como intermediarios entre ella y los inversionistas finales.

b) Lead Manager

2.02 El "lead manager" (o "manager" o "managing underwriter") desempeña una función clave en cualquier underwriting, generalmente en cooperación con un pequeño grupo de co-managers, un grupo más numeroso de underwriters y un grupo colocador integrado por muchos miembros. El éxito o fracaso de un underwriting, depende en gran parte del manager. La forma como la emisora selecciona el managing under-

writer varía de un caso a otro. A veces el banco de inversión ha forjado una relación estrecha con la emisora durante varios años. En otros casos la emisora negocia con varios bancos de inversión antes de seleccionar al banco que le ofrece el mejor paquete. La emisora negocia punto por punto varios aspectos tales como i) el precio; ii) las comisiones que cobrarán el manager, los underwriters y los colocadores de la emisión así como otros gastos; iii) el respaldo que el manager se compromete a ofrecer respecto a la demanda y precio de la emisión una vez que termine el plazo de suscripción y iv) los demás términos y condiciones del convenio de underwriting. En el caso de emisión de bonos, el manager es seleccionado a veces mediante licitación, pero ello ocurre muy rara vez en el caso de una emisión de acciones.

2.03 Las funciones del manager incluyen las siguientes:

a) Evaluar la capacidad de crédito de la emisora potencial ("due diligence review"¹) y darle su opinión profesional sobre las posibilidades que tiene de ser aceptada por el "mercado", así como el juicio colectivo de la comunidad financiera y de los inversionistas;

b) Presentarle opciones financieras a la emisora;

c) sugerirle el precio de la emisión;

d) negociar el monto, las comisiones, los demás terminos y condiciones, y la oportunidad en que debe ofrecerse la emisión;

e) formar un "sindicato" o consorcio de co-managers, underwriters, y agentes colocadores a través de los cuales pueda distribuirse la emisión (es decir, colocarse o venderse) y distribuir las cuotas de suscripción;

f) preparar un prospecto sobre la emisión que contenga la información que se requiere y/o sea costumbre que se de a conocer;

g) mantener contacto con los diversos organismos reguladores;

h) preparar, con su abogado, los documentos legales tales como el convenio de underwriting y el convenio entre los underwriters;

1. La legislación sobre valores puede requerir que el manager, su abogado, y los diversos expertos que utilice para proporcionar opiniones ejerzan mucho cuidado respecto a cualquier representación falsa que se haga en el prospecto para evitar que los inversionistas (y la comisión de valores) persigan judicialmente la responsabilidad que pueda caberle.

i) hacerse cargo de todo el papeleo y tramitaciones relacionadas con el pago y entrega de los valores, las informaciones a la prensa, y los detalles técnicos tales como los contactos con el impresor, etc.;

j) mantener contacto permanente con la emisora, los miembros del sindicato y las demás partes interesadas, y

k) estabilizar el precio de la emisión por un cierto plazo después que se hayan ofrecido los valores a los inversionistas.

2.04 En la preparación del prospecto y de los demás documentos legales y en sus contactos con las autoridades regulatorias, el managing underwriter normalmente se apoya mucho en su abogado. Los contadores y los ingenieros desempeñan frecuentemente una función importante en la "revisión de debida diligencia" (due diligence review).

2.05 Al decidir quién será el manager, la emisora potencial normalmente considera factores tales como la reputación del banco de inversión, su experiencia en emisión de acciones para compañías similares y, lo que es más importante, la capacidad que tiene para hacer la colocación, esto es, su capacidad para distribuir con éxito la emisión con base en el precio y en las demás condiciones convenidas.

2.06 Normalmente los managers son a lo menos tan selectivos para aceptar clientes como los clientes lo son para escoger a los managers, puesto que uno de los principales activos de un banco de inversión es su reputación. Los clientes de un banco de inversión y el éxito que logra en la colocación de nuevas emisiones son factores importantes en su reputación. Obviamente, un fracaso en un underwriting daña la reputación de un banco de inversión.

2.07 Al total de las comisiones cobradas por los manager underwriters y el grupo colocador se le llama el margen bruto. El margen total para un underwriting de acciones varía generalmente entre el 4% y el 10% dependiendo de las costumbres del mercado, la cuantía de la emisión, la calidad de la emisora y, si bien algo menos, de las condiciones del mercado. Las comisiones en el caso de las emisiones de bonos varían entre el 2% y el 4%. Asimismo, la emisora generalmente reembolsa al manager los gastos legales, de imprenta, y otros gastos en efectivo incurridos en la administración del sindicato y en la obtención de servicios de asesoría legal. Si bien el costo de un underwriting es estimado desde sus comienzos, no se lo conoce con certeza sino hasta que se termina de colocar la emisión.

2.08 Como remuneración por sus servicios, el manager recibe una comisión de administración sobre el monto total de la emisión, y también recibe una comisión de underwriting y una comisión de colocación sobre las partes de la emisión que cubre como underwriter y que coloca, respectivamente. La comisión de administración es generalmente del orden del 15% a 20% del margen bruto. Por ejemplo, si las comisiones son del 7% del monto de la emisión, el manager podría obtener el 1%, los underwriters podrían obtener el 1,5-2% y los colocadores el 4%-4,5%. Las comisiones de underwriting deben consignarse en el prospecto a fin de informar al inversionista qué porcentaje del precio total de la emisión quedará disponible para el propósito para el el cual se hace la emisión.

c) Underwriters

2.09 Los underwriters ganan su comisión de underwriting por la obligación que contraen de suscribir la emisión (y pagarla). Su función clave es asumir el riesgo del mercado o, en otras palabras, de garantizarle a la emisora que recibirá el monto convenido, sea que coloquen la emisión en el público o que no logren colocarla. Este riesgo puede ser sustancial en un mercado volátil o en los casos en que la emisora no es bien conocida en el mercado. Si no se logra colocar enteramente una emisión, los underwriters quedan obligados a comprar la parte no colocada en el público, sobre una base prorata, y a mantenerla en su propia cartera de inversiones hasta que puedan venderla más adelante, frecuentemente a pérdida. Si los underwriters no sólo asumen el riesgo del underwriting sino que también venden (o colocan) una parte sustancial de los valores, entonces reciben una comisión de venta dicional, similar a la del grupo colocador mencionado más adelante.

2.10 En los Estados Unidos, los underwriters son bancos de inversión o agentes de valores pero en otros países tales como Alemania Federal, Francia y Holanda, los bancos comerciales también pueden actuar como (managing) underwriters.

d) Grupo colocador

2.11 Los miembros del grupo colocador no asumen ningún riesgo de underwriting sino que simplemente reciben una comisión por las acciones que colocan. Puede decirse que funcionan como antenas en el mercado. Sin embargo, en la práctica la mayor parte de la emisión total es colocada por el managing underwriter y los demás underwriters mismos, en tanto que cada miembro del grupo colocador recibe sólo una porción muy pequeña, a menudo inferior al 0.5% de la emisión total. Algunas veces sencillamente no hay grupo colocador. En los nuevos mercados de

gislación sobre mercados de valores puede también tratar de minimizar la compra y venta de valores por quienes tienen acceso a información que no está a disposición del público en general y para regular la compra de acciones con un margen indebido de préstamos. Debe hacerse presente que, especialmente en el caso de los nuevos mercados de valores, la promoción de las actividades en el mercado de valores y la educación del inversionista pueden ser tareas tan importantes para las agencias regulatorias como la regulación misma que ellas impongan.

h) Agente fiduciario, agente fiscal y agente de pago (sólo en el caso de las emisiones de bonos)

2.15 El fiduciario (o representante de los tenedores de bonos) es generalmente un banco, independiente de los underwriters, designado por la emisora en la escritura de emisión. La principal función del fiduciario (o representante de los tenedores de bonos) es proteger los derechos de los inversionistas (que son legalmente los beneficiarios del fideicomiso), especialmente en el caso de incumplimiento por parte del prestatario. El fiduciario también asume la responsabilidad administrativa que entrañan los bonos y el pago de los cupones de intereses que han sido presentados para su pago, tarea que también desempeña el agente fiscal. Además, la escritura de fideicomiso o de emisión consigna las mecánicas relativas a los pagos de interés y principal y contiene otras disposiciones respecto a la designación de agentes para efectuar dichos pagos.

i) Otras entidades

2.16 En la colocación de valores en el público pueden incluirse otras entidades con diversos grados de participación. En muchos países, el Ministerio de Hacienda o el Banco Central y la Superintendencia de Sociedades Anónimas desempeñan una función activa. Las asociaciones profesionales de contadores pueden imponer ciertos estándares sobre los estados financieros auditados. Puede también haber autoridades que impongan estándares de calificación respecto a los valores en que pueden invertir los bancos, los fondos de fideicomiso y las instituciones financieras.

III. PROCEDIMIENTO DE UN UNDERWRITING

a) Comienzo

3.01 A menudo cuando una compañía necesita capital adicional (sea en acciones o préstamos a largo plazo), acude a un banco de inversión para

que le preste su ayuda. Generalmente la principal razón es que la compañía necesita una cantidad mínima garantizada de capital y que el underwriting es un negocio especializado; requiere no solamente contactos con otros underwriters y un conocimiento acabado del mercado que sólo resulta del contacto diario y estrecho con él, sino también un conocimiento de las finanzas y de la legislación sobre valores y demás pertinente. A menudo es el banco de inversión quien toma la primera iniciativa para llevar a cabo un underwriting. Del conocimiento que tiene de sus propios clientes o del sector de negocios en general, puede saber o tener la intuición que una compañía dada necesita capital y puede presentarle una propuesta a la compañía sobre cómo, cuándo, y a qué precio podría captar capital.

3.02 Las condiciones del mercado de valores revisten mucha importancia para determinar el volumen total de underwriting de acciones que puede hacerse. Cuando el mercado está en alza o después de que se han efectuado varios underwritings que han logrado éxito, el mercado es generalmente receptivo para nuevos negocios de underwritings y los bancos de inversión están deseosos de llevarlos a cabo. Cuando las actividades del mercado se arrastran con lentitud y los precios están a la baja, tiende a ser mucho más difícil colocar nuevas acciones. Cuando eso ocurre, tanto los bancos de inversión como los posibles inversionistas tienen menos entusiasmo para acudir al mercado puesto que puede no solamente ser difícil colocar acciones sino que el precio y las demás condiciones del underwriting serán menos atractivas. De manera similar, raramente se hacen underwriting de préstamos a largo plazo cuando las tasas de interés están subiendo rápidamente, fluctúan mucho o están a niveles sumamente altos.

b) Evaluación

3.03 Tan pronto como una emisora potencial haya tomado contacto con un banco de inversión o éste haya identificado un candidato potencial para una nueva emisión, llevará a cabo una investigación sobre el posible cliente. Si el cliente reúne las condiciones requeridas por el banco de inversión, el financiamiento propuesto será objeto de un análisis detallado. Tan pronto el cliente y el underwriter convengan en principio sobre el tipo de financiamiento, la cuantía de la emisión y la oportunidad en que se la ofrecerá, su precio aproximado, las comisiones y gastos, y suponiendo también que las condiciones del mercado no se hayan deteriorado, el banco de inversión enviará entonces una "carta de intención" a la emisora para su firma, en la que describirá la misión propuesta en términos generales. Esta carta no es obligatoria, si bien puede especificar las comisiones que se deberán pagar si el esfuerzo de under-

writing termina antes de que se coloque la emisión. Mientras no se le devuelva una copia firmada de esta carta de intención, el banco de inversión estará renuente a tomar cualquier otra medida dado el tiempo que toma y el costo que entraña un underwriting profesional.

3.04 En cuanto su carta de intención es aceptada, el underwriter lleva a cabo una investigación minuciosa de la compañía emisora ("due diligence review", véase el Anexo 1). Generalmente, se hace que expertos en materias legales, de auditoría e ingeniería lleven a cabo un análisis completo que, al mismo tiempo, proporciona gran parte de la información que se necesitará más adelante para preparar el prospecto y la demás documentación que puedan requerir las autoridades regulatorias o que se necesite para obtener la cotización de la emisión en bolsa.

DOCUMENTOS CLAVE EN UNA EMISION DE BONOS

Prospecto

- Descripción del prestatario (incluyendo sus estados financieros)
- Descripción de los valores que serán ofrecidos
- Términos y condiciones del underwriting

Convenio de underwriting (convenio de suscripción; convenio de compra)

- Define las relaciones entre el prestatario y los managers (en el Reino Unido o en el mercado de eurobonos) o el sindicato de underwriting en los Estados Unidos
- Nombres y cuotas de los underwriters y managers
- Declaraciones y obligaciones de la compañía
- Condiciones y/o indemnización a los underwriters

Convenio entre los underwriters

- Estabilización
- Distribución de cuotas entre ellos, reemplazos

Convenio del grupo colocador

Escritura de fideicomiso (o convenio sobre el agente fiscal)

- Obligaciones del prestatario sobre pago, incumplimiento, y obligaciones especiales
- Mecánica del rescate y del pago de interés
- Finalidad: protección de los tenedores de bonos en caso de incumplimiento

Télex (o cartas) y otros documentos principales

Información a la prensa

Télex (o cartas) de invitación a los underwriters, y grupo colocador

Monto de la participación

Descripción del prestatario

Condiciones

Calendario

Posición sobre avisos en los periódicos

Restricciones sobre la venta

(instrucciones sobre pago)

Instrucciones sobre entregas de los valores (cómo deben emitirse y entregarse los certificados correspondientes)

c) Sindicación:

3.05 Si la cuantía del underwriting es pequeña en relación con el capital de banco de inversión, éste puede decidir tomar el riesgo total de la colocación de la emisión. Sin embargo, normalmente se formará un sindicato de underwriting. De esta manera el banco de inversión no solamente comparte el riesgo (así como las utilidades que espera obtener) con otros underwriters, sino que también se asegura que se buscará su participación en otros underwritings que encabecen sus colegas-competidores en la industria de la banca de inversión. Cada banco de inversión tiene plena conciencia de la importancia que la reciprocidad reviste en sus relaciones con los demás underwriters. En la mayoría de los casos, el manager tiene gran libertad para seleccionar los miembros del sindicato, pero a veces la emisora solicita que se incluya a ciertas firmas dadas. La costumbre y los arreglos "quid pro quo" afectan típicamente la selección de los miembros del sindicato y la repartición de las cuotas entre ellos (vale decir, la cantidad que será objeto de underwriting o de colocación por parte de cada una de las firmas).

3.06 Antes que el manager pueda asumir para con la emisora una obligación definitiva sobre los detalles del underwriting, debe obtener la aprobación formal de los miembros del sindicato para finalizar el underwriting como representante de ellos. En este contrato, conocido como Convenio entre los Underwriters (véase el Anexo 2), se nombra al managing underwriting como agente o representante de todos los underwriters. Normalmente se lo negocia días o semanas antes de la oferta, pero no se lo celebra sino hasta justo antes que comience la oferta misma. El Convenio entre los Underwriters especifica aspectos tales como los nombres y las cuotas de cada underwriter, el precio, cuantía y tipo de underwriting; las acciones que se reserva el managing underwriter

para colocarlas directamente entre sus principales clientes institucionales, la entrega de los certificados y el pago del precio de suscripción, la estabilización y las transacciones en el mercado inmediatamente después que se haga la colocación en el público, la fecha del cierre, el cierre mismo, la comisión de administración, y varias indemnizaciones destinadas a proteger al manager.

3.07 Después de recibir la aprobación formal de las autoridades regulatorias y después de firmar el Convenio entre los Underwriters, el manager celebra un Convenio de Underwriting con la compañía emisora en representación de todo el sindicato. En muchos países europeos, todos los underwriters firman el convenio de underwriting con la emisora. El Anexo 3 contiene un ejemplar de un convenio de underwriting. Además de consignar los términos y condiciones básicas del underwriting y de definir la "fecha del cierre" en que la compañía emisora recibirá el monto neto producido por el underwriting, el Convenio de Underwriting normalmente protege a los underwriters contra cualquier acción judicial en caso que la compañía le haya proporcionado información equivocada sobre su condición financiera y/o sus operaciones.

3.08 La mayoría de los convenios de underwriting son "compromisos firmes" en que los underwriters se obligan a comprar, de inmediato, el total de la emisión a un precio dado, afin de volver a colocarla en el público. A veces los underwriters sólo asumen un "compromiso de emplear sus mejores esfuerzos" para colocar la emisión en el público sea a un "margen" predeterminado (el total de las comisiones de management, underwriting y colocación) mientras que la emisora recibe sólo el saldo, o bien a un precio fijo, pero en este último caso sin garantía sobre la cantidad que se habrá de colocar en el público.

3.09 Típicamente, los underwriters se obligan sólo mancomunadamente y no solidariamente respecto a la compra de una emisión. Esto significa que cada underwriting se hace responsable sólo de su cuota en la emisión, y no se obliga a que el grupo de underwriters coloque el total de la emisión.

3.10 Generalmente, los bancos de inversión insisten en una cláusula de escape o de "desastre" que libera a los underwriters de sus obligaciones si se producen ciertas circunstancias que están fuera de su control, tales como cambios importantes y pertinentes en las condiciones económicas, políticas o financieras. Esto protege al underwriter contra cambios súbitos e inesperados en el mercado de valores o acontecimientos negativos relacionados con la emisión. Tal cláusula es importante debido a la

pequeña base de capital de la mayoría de los underwriters. Si bien la determinación de lo que es importante y pertinente generalmente queda al arbitrio del lead manager, éste normalmente trata de no usar esta cláusula a fin de conservar su reputación.

d). Regulación

3.11 La regulación varía de un país a otro. Sin embargo, en casi todos los casos se hace un esfuerzo para proteger al público (es decir, a los inversionistas que no son principales accionistas, directores, o administradores de la compañía, u otras personas que tienen conocimiento íntimo de la empresa). Proporcionarle al inversionista información suficiente, comprensible y confiable para que pueda tomar una decisión justificada reviste una importancia fundamental para prevenir los excesos especulativos que conducen a un quiebre en la confianza de los inversionistas.

3.12 Uno de los medios principales y más efectivos para proporcionar información a los inversionistas es el *prospecto* revisado (o en algunos países, aprobado) por la comisión de valores, la bolsa de valores u otro organismo regulador, antes que el público pueda suscribir una nueva emisión y/o que las acciones puedan ser cotizadas en una bolsa de valores. El Anexo 4 contiene un esbozo de un prospecto. Si bien formalmente la compañía es responsable de la mayor parte de la información que se proporciona en el prospecto, la mayoría del trabajo efectivo lo hace generalmente el managing underwriter y sus abogados, que deben verificar cuidadosamente toda la información proporcionada por la emisora a fin de protegerse a sí mismos de las acciones judiciales que puedan ejercer contra ellos quienes adquieran los valores que se colocan en el público.

3.13 En los nuevos mercados de valores, puede resultar útil que las agencias reguladoras competentes le proporcionen a la comunidad de bancos de inversión un formulario básico para los prospectos, que asegure que se divulgue la información apropiada, pero que no sea demasiado detallada y técnica como para que haga imposible que el inversionista promedio la entienda.

3.14 En la mayoría de los casos sería útil asegurarse que hay procedimientos claros respecto a la oportunidad en que las agencias regulatorias deben aprobar, rechazar, o proporcionar comentarios formales sobre las deficiencias de los prospectos y/o las razones por las que una solicitud de underwriting o de cotización no sea aprobada. En la mayoría de los casos es aconsejable darle a la emisora y a su banco de in-

versión y a los abogados de ambos una oportunidad para que hagan los cambios necesarios sujeto a la aprobación final de las agencias regulatorias. Es de importancia fundamental que el manager y las demás partes implicadas sepan cuándo exactamente pueden esperar que las autoridades regulatorias aprobarán el contenido del prospecto en su forma final a fin de que puedan planear la fecha en que se dé comienzo a la oferta al público.

3.15 Finalmente, puede ser aconsejable permitirle a los underwriters que distribuyan un prospecto preliminar basado en el formulario estándar proporcionado por las autoridades regulatorias y que incluyan toda la información que deba serles proporcionada de acuerdo con las prácticas vigentes del mercado. Para indicar el carácter "preliminar" de tal prospecto, un anuncio claro sobre ello debería colocarse en la primera página de tales prospectos. Por supuesto, al prospecto inicial deberá seguirle, en una base regular (anual y/o trimestral) estados financieros que mantengan a los inversionistas al día respecto a las condiciones del emisor.

c) Precio

3.16 En los mercados de valores que ya han alcanzado la madurez, el precio de una emisión lo determinan libremente (sin interferencia de las autoridades gubernamentales) el underwriter y la emisora. La determinación del precio es la parte más difícil de un underwriting. Un precio demasiado alto puede causarle pérdidas al underwriter y dificultades a la emisora la próxima vez que acuda la mercado. Un precio bajo puede dañar la reputación del underwriter y puede causarle la pérdida de la emisora como cliente. Por tanto, el managing underwriter hará un estudio acabado del precio a que debe ofrecerse la emisión usando dos insumos básicos:

- i) el análisis de valor fundamental de la acción misma, usando medidas tales como valor en libros, relación precio a utilidades, rentabilidad, valor presente del flujo de caja, estimaciones sobre el crecimiento de las utilidades, y promedios recientes del precio de las acciones de la emisora; en el caso de una emisión de bonos, el énfasis se pone en la *calidad* del prestatario (palancamiento, capital, relación corriente, cobertura de intereses, etc.); este análisis lo hace normalmente el departamento de financiación de empresas del banco de inversión;
- ii) probando el tamaño de la demanda del mercado para el valor de que se trata (que generalmente lo hace el departamento de marketing). Generalmente el manager obtiene indicaciones de interés de otros underwriters y de los miembros del grupo colocador.

Cada uno de estos factores es evaluado con base en la experiencia, juicio basado en información apropiada, y mera intuición.

3.17 El manager debe verificar primero que el precio que la emisora pretende obtener está razonablemente al mismo nivel que el precio que probablemente estarán dispuestos a pagar los inversionistas. Es mucho más fácil ponerle precio a las emisiones de las compañías cuyas acciones ya se están transando en el público, que compañías que acuden al mercado por primera vez. Si la emisora no tiene acciones que se cotizan en el público, los underwriters a menudo estudiarán los precios en el mercado de compañías similares (en la misma industria y del mismo tamaño) para estimar el precio apropiado por acción. Para obtener un buen precio, a menudo es necesario que las tendencias recientes de crecimiento y utilidades de la compañía emisora sean fuertes y que el mercado de valores sea activo. En el caso de una emisión de bonos, el precio y el cupón (la tasa de interés) se basan en una comparación con las emisiones de bonos de compañías similares, y con las condiciones imperantes en el mercado respecto a tasas de interés.

3.18 Un underwriter acucioso tratará de definir cada vez con más precisión el margen dentro del cual espera determinar el precio final de la emisión, hasta la mañana del día en que se efectúe la emisión. Discutir el precio con los posibles compradores puede resultar inútil, ya que los compradores tratarán de reducir el precio y probablemente no darán a conocer qué cantidad de valores están dispuestos a comprar. De manera similar, los miembros del sindicato pueden presionar para que la colocación se haga a precios más bajos a fin de facilitarla, sabiendo que el manager tiene la obligación ante la emisora de obtener el precio más alto posible. A menudo no es posible fijar el precio de una emisión de acciones al mismo nivel al que ese día se estén transando otras acciones de la misma compañía en el mercado, dado que tales transacciones pueden ser de cantidades relativamente pequeñas, mientras que una nueva emisión puede comprender una gran cantidad de acciones.

3.19 Cuando la colocación de que se trata es de emisión de nuevas acciones de la compañía y no de acciones existentes que estén en poder de uno o más fundadores o accionistas principales de la compañía, la oferta puede producir una cierta *dilución*, es decir una división de las utilidades futuras entre una cantidad mayor de acciones, lo que puede provocar una reducción en el precio. En tales casos, una concesión respecto al precio del mercado será probablemente necesaria. El precio no se determina de manera definitiva sino hasta el último momento, ya que es necesario tomar en cuenta la información más reciente sobre la compa-

ña y el mercado. A fin de determinar la receptibilidad del mercado, se estudiará cuidadosamente el comportamiento de las colocaciones más recientes. Si los signos que se obtienen no son buenos, es probable que se difiera la colocación.

3.20 Diversos factores tienden a sostener el precio a que se hace la oferta. En primer lugar, en algunas emisiones la demanda de suscripción excederá la cantidad total de los valores que se persigue colocar, desde el primer día, y la colocación será rápida. Además, el manager o la emisora a menudo quedan autorizados para efectuar compras de la emisión a fin de estabilizar su precio y asegurarse que la nueva emisión no disturbará indebidamente el mercado. Sin embargo, el objetivo del underwriting es colocar la emisión con los inversionistas finales, es decir, los que probablemente habrán de conservar las acciones por un plazo mediano o largo.

f) Distribución

3.21 Después que se haya convenido en todas las condiciones de la emisión, los bancos de inversión contactan a todos los inversionistas que inicialmente expresaron interés para decidir sobre el tamaño de la suscripción por parte de los inversionistas. Si una parte de la emisión sigue sin poderse colocar después de que se haya contactado a todos los inversionistas que originalmente expresaron interés en la emisión, los underwriters deberán absorber el remanente en sus propias carteras de inversión hasta que se termine el sindicato.

3.22 Según como se haya recibido al underwriting, el sindicato seguirá funcionando como tal por un plazo indefinido o por un plazo tan corto como un solo día. Generalmente, inmediatamente después que el manager sea notificado por los miembros del grupo colocador de que toda la emisión ha sido colocada, eliminará todas las restricciones sobre precio y transacción de los valores emitidos. Sin embargo, la terminación del sindicato no significa necesariamente que se han vendido todos los valores objeto de la emisión. Es improbable que los grupos colocadores puedan distribuir el total de las emisiones a los precios ofrecidos cuando el mercado general sufre tendencias a la baja. De ocurrir tal situación durante el período de oferta y si se decide que ésta es la mejor manera de proteger los intereses de los underwriters, el manager puede permitir inmediatamente que se vendan los valores al mejor precio posible.

g) Cierre

3.23 Al concluir la oferta al público, el manager se hace responsable de todos los detalles del cierre final. Junto con su abogado, determinará si

todas las condiciones estipuladas en el Convenio de Underwriting han sido cumplidas por todas las partes. Si se han cumplido todas las condiciones, el underwriter y los miembros del grupo colocador harán sus pagos respectivos a la emisora contra la entrega por parte de ésta de los certificados provisionales de las acciones emitidas. El manager entonces pagará a los miembros del grupo colocador la remuneración que le corresponda por sus servicios. En algunos países, los miembros del sindicato cobrarán sus comisiones antes de pagarle al manager, esto es, el pago al manager se hace sobre una base "neta". Las tareas finales del manager son cubrir los gastos que les corresponden a los underwriters, tales como impuestos de transferencia, gastos de publicidad y de venta, franqueo postal, imprenta, etc. Después de deducir tales gastos, la comisión de underwriting es repartida sobre una base prorrata con los demás miembros del sindicato.

IV. LEGISLACION Y REGULACION

4.01 Como se analizó antes, algunos países (tales como los Estados Unidos) cuentan con una legislación muy comprensiva y detallada sobre títulos valores y con un organismo regulador centralizado, en tanto que otros países se basan principalmente en la autorregulación de las bolsas de valores o de las asociaciones de agentes de valores. Algunos países tienen una multiplicidad de leyes y organismos reguladores con competencia sobre las actividades de underwriting. De hecho, uno de los problemas que afectan a muchos países con nuevos mercados de valores pero con una legislación sobre sociedades, impuestos y demás temas pertinentes que precede por muchos años a estos nuevos mercados de valores, es que dicha legislación fue promulgada mucho antes que las actividades de underwriting y de las bolsas de valores llegaran a cobrar importancia. Algunos de los problemas que surgen con frecuencia son los siguientes:

a) *Inconsistencia en la legislación:* Las viejas leyes y los procedimientos ministeriales actuales pueden prohibir el desarrollo del underwriting sobre una base profesional. Por ejemplo, la legislación sobre sociedades a veces dispone que las acciones "públicas" deben ser ofrecidas directamente al público. Esto impide un aspecto esencial de la función de los underwriters, cual es la de servir como intermediario (entre la emisora y el inversionista) que compra la totalidad de una emisión de nuevas acciones a un precio fijo para venderlas durante el período de oferta a los inversionistas finales. De ahí que los underwriters actúen

como un contacto entre la emisora y el inversionista, con la experiencia profesional no sólo para eliminar a las compañías que no deberían acudir al mercado sino también para establecer un precio que sea realista tanto para la emisora como para el inversionista.

b) *Determinación administrativa del precio en vez de que lo determine las fuerzas del mercado:* El precio de las acciones colocadas en el público es, bajo la reglamentación vigente en muchos países, determinado a menudo por una agencia gubernamental con base en el "valor en libros", al valor nominal, o alguna otra fórmula rígida que i) puede no reflejar el valor "real" de la compañía dadas las perspectivas de utilidades futuras o el costo de reposición de sus activos y ii) puede no reflejar la realidad del mercado de valores. Por consiguiente, las compañías pueden ser renuentes a colocar sus acciones en el público, porque estiman que no recibirán un precio justo. Ello no sólo impide su propio crecimiento futuro sino que, indirectamente, retrasa el crecimiento económico del país. Además, en el largo plazo, muchas compañías se verán en una situación de exceso de palanca financiera como resultado de esta falta de acceso al capital de riesgo. Por el contrario, es posible que sólo compañías con un potencial y estados financieros inferiores al promedio puedan ser inducidas a acudir al público.

4.02 En los mercados de valores que han alcanzado la madurez, como se describió antes, el precio de las acciones cuando su colocación se hace por medio de un underwriting se determina mediante negociación entre el manager underwriter (algunas veces con una participación importante de los demás miembros del grupo de underwriters) y la emisora. Un underwriter profesional y capaz está en una posición ideal para determinar un precio realista dado su conocimiento íntimo de la emisora, su sensibilidad respecto a las condiciones del mercado y, finalmente, el hecho que puede tener mayor objetividad que la gerencia de la compañía emisora. La principal garantía de que el underwriter sugerirá un precio que es equitativo tanto para la emisora como para el inversionista es que la determinación de un precio equivocado para una emisión arruina su reputación. Si el precio es demasiado alto, bajará en el mercado secundario, produciéndole pérdidas a los inversionistas. Si es demasiado bajo, la emisora quedará insatisfecha. Otro argumento para determinar el precio con base en el mercado es que el banco de inversión es un especialista financiero mejor que un funcionario de gobierno, para quien determinar el precio de las acciones puede ser sólo una actividad secundaria.

Finalmente, la emisión de acciones a precios excesivamente bajos

provoca demanda de suscripciones por una cantidad superior a la ofrecida y un movimiento especulativo al alza después que se hace la oferta, que beneficia sólo a quienes pudieron, de alguna manera, suscribir acciones. Por tanto, produce situaciones injustas y condiciones que tienden a producir desorden.

c) *Exceso de organismos reguladores:* Por supuesto, muchas leyes tienen generalmente que ver con las actividades de underwriting. No se sugiere aquí que la supervisión que requiere la legislación deba necesariamente centralizarse por completo. Sin embargo, sin una entidad regulatoria centralizada que tenga la atribución y el poder administrativo para velar porque se cumplan sus reglamentaciones, a menudo es difícil producir una decisión unánime sobre las nuevas regulaciones que se requieren en un mercado en evolución. Además, a menudo se retrasan las decisiones sobre nuevas ofertas al público debido a que los expedientes deben ser enviados de un ministerio a otro. No se trata de pronunciarse sobre si la actividad de underwriting debe ser regulada por una organización independiente (como en los Estados Unidos) o si debe estar a cargo de un departamento dentro de una bolsa de valores o un ministerio, como ocurre en otros países. Sin embargo, debe reconocerse que, una vez que el mercado de valores ha cobrado cierta actividad, la supervisión de las actividades de underwriting y de las transacciones de valores son actividades que revisten importancia y que no deben ser compartidas por varias agencias o ministerios si por ello ninguna velará efectivamente sobre ellas.

d) *Falta de atención debida a la protección del público mediante divulgación adecuada de información:* En muchos países se ha producido un auge injustificado de las actividades de underwriting, basado en especulación por parte de inversionista que carecen de la información adecuada en vez de estar basada en decisiones respaldadas por información adecuada, divulgada apropiadamente. El resultado ha sido normalmente la pérdida inmediata y por largo plazo de la confianza de los inversionistas. Los estándares respecto a la divulgación de información tanto en el momento en que se hace el underwriting de una nueva emisión como posteriormente, de manera periódica, revisten una gran importancia y a menudo no se producen automáticamente sin que haya algún tipo de legislación y control por parte del gobierno. La diseminación de dicha información debe incluir también información sobre los principales accionistas, como una de las medidas para proteger al público de las transacciones por parte de quienes tienen acceso a información que no dispone el público en general. Las opiniones de parte de auditores y de abogados

independientes son importantes a fin de aumentar la confiabilidad de las declaraciones hechas por la gerencia de la empresa y sus underwriters.

c) *Requerimientos en materia de margen:* La legislación y los reglamentos de las bolsas de valores no permiten, en algunos casos, que los corredores o agentes de valores proporcionen financiamiento de margen para nuevas emisiones, en tanto que pueden otorgarlas para transacciones de acciones en el mercado secundario. Dicha práctica constituye una barrera a las nuevas emisiones y, por tanto, discrimina contra las compañías que pretenden atraer nuevo capital. En términos más generales, en muchos casos el legislador y los organismos reguladores no han resuelto el asunto de si debe permitirse el financiamiento de margen y, de permitírsele, cómo debe controlarse.

f) *Carencia de sanciones:* En unos casos los accionistas minoritarios no están suficientemente protegidos de las declaraciones falsas hechas por las compañías, de las transacciones hechas por quienes tienen información a la que no tiene acceso el público en general, etc., porque carecen de acción judicial que ejercer en dichos casos o porque las sanciones previstas por la ley son insuficientes.

ANEXO 1

Temas a ser incluidos en la "revisión de debida diligencia" de los underwriters.

1. **Información sobre la industria**
 - a) principales tendencias y desarrollos
 - b) principales competidores
 - c) perspectivas de mercado del proyecto
 - d) tecnología

2. **Información sobre la compañía**
 - a) Historia de la compañía
 - b) Principales productos y servicios
 - c) Principales tipos de clientes
 - d) Principales proveedores y disponibilidad de los insumos
 - d) Estrategia y planes futuros de la compañía
 - f) Estructura de la compañía
 - g) Principales instalaciones físicas, incluyendo planes para su expansión

- h) Subsidiarias y afiliadas
 - i) Actividad de investigación y desarrollo, nuevos productos
 - j) Análisis del uso de los fondos producidos por el financiamiento propuesto
 - k) Información sobre los directores y los empleados principales de la compañía
 - l) Relaciones laborales (incluyendo contratos colectivos)
 - m) Bonos, plan de participación en las utilidades, pensiones, y planes de opción de compra de acciones por parte de los empleados.
3. **Información financiera**
- a) Análisis de los estados de ingresos y balances históricos auditados
 - b) Análisis de los estados interinos de las operaciones
 - c) Análisis de los inventarios
 - d) Análisis de la cartera de órdenes
 - e) Análisis de los estimados sobre estados operacionales y balances
 - f) Análisis de los contratos de leasing, pasivo contingente, litigios, contratos y seguros
 - g) Análisis de status tributario
 - h) Análisis de las relaciones bancarias

ANEXO 2

CONVENIO ENTRE LOS UNDERWRITERS (Temas a ser incluidos)

1. **Obligación de underwriting:** Convenio de parte de los underwriters de comprar (mancomunada o solidariamente) (una cierta cantidad) de acciones de (nombre de la compañía) de acuerdo con los términos y condiciones consignados en el Convenio de Underwriting. Autorización para que el lead manager celebre el Convenio de Underwriting en representación de todos los underwriters (Nota: la otra opción es que todos los underwriters celebren dicho Convenio). La obligación de efectuar el underswriting seguirá en vigor incluso si cambian los nombres o la repartición de cuota entre los demás underwriters.

2. **Oferta al público:** Autorización para que el lead manager se encargue de la oferta pública después que reciba la aprobación (o que se terminen los procedimientos de registro) de parte de las autoridades regula-

torias competentes. El manager queda autorizado para efectuar cambios en el precio de oferta así como en los demás términos y condiciones, según lo estime conveniente. El manager queda también autorizado para determinar la concesión de venta y efectuar reasignaciones

3. **Convenios sobre ventas a inversionistas institucionales importantes:** Listas de los inversionistas institucionales a quienes el lead manager podrá hacer ventas directas, en el entendido que compartirá con los demás underwriters prorrata entre todos ellos (o sobre alguna otra base) las comisiones de underwriting y de colocación.

4. **Entrega de certificados y pago:** Detalles sobre el día (fecha de cierre) hora y lugar del pago, la forma del pago (cheque, transferencia bancaria, etc.) y entrega de los certificados de las acciones.

5. **Estabilización y transacciones:** Autorización para que el manager compre y venda en el mercado secundario, en representación del sindicato de underwriters, hasta una cierta cantidad y durante un período determinado a fin de estabilizar los precios. Convenio de los underwriters de no efectuar transacciones en las acciones objeto de la emisión a menos que a) así se convenga con el lead manager o b) correspondan a transacciones hechas en su calidad de agente de valores y para clientes a quienes no se les ha solicitado sus órdenes de compra o venta.

6. **Terminación:** Determinación de la fecha en que el Convenio entre los Underwriters terminará y las condiciones (por ejemplo, consentimiento de la mayoría) de cualquier prórroga de este plazo.

7. **Cierre:** Determinación de la fecha. Convenio entre los underwriters que la determinación que el lead manager haga de las cantidades que deban pagarse a los underwriters serán definitivas e inapelables.

8. **Contribución a los gastos y distribución de la responsabilidad:** Convención de pagar una parte proporcional (dependiente de la obligación de underwriting) de los gastos y de soportar proporcionalmente cualquier responsabilidad incurrida por el sindicato en su totalidad o por el lead manager.

9. **Comisión de management:** Convenio de pagar al lead manager ___% de la cuantía del underwriting, como remuneración por sus servicios.

10. **Incumplimiento de otros underwriters:** Convenio de compartir proporcionalmente cualquier deficiencia en las compras de los underw-

riters provocada por el incumplimiento por parte de cualquier otro de los underwriters.

11. **Disposiciones varias:** Según lo requiere la legislación pertinente.

ANEXO 3

BOSQUEJO DE UN CONVENIO DE UNDERWRITING

1. Cuantía
2. Solicitud de aprobación, incluyendo el prospecto preliminar, a ser sometido a la Comisión de Valores.
3. Nombres y repartición de la emisión entre los underwriters.
4. Fecha de la oferta.
5. Comisión de underwriting. Determinación del precio de oferta.
6. Distribución.
7. Pago y entrega de los certificados.
8. Obligaciones de la compañía.
9. Declaraciones de la compañía.
10. Indemnización a los underwriters.
11. Condiciones de las obligaciones de los underwriters.
12. Fecha de entrega en vigor y terminación del convenio.
13. Sustitución de los underwriters.
14. Disposiciones varias.

CONVENIO DE UNDERWRITING

(Temas a ser incluidos)

1. **Cuantía:** Emisión de (una cierta cantidad) de acciones (comunes, preferidas, convertibles, etc.) de (nombre de la emisora).
2. **Registro o solicitud de aprobación:** Confirmación por parte de la emisora que ha solicitado la aprobación de parte de (o ha efectuado los registros) las autoridades regulatorias competentes (por ejemplo, la comisión de valores, el ministerio de hacienda o la bolsa de valores) para efectuar la oferta al público, incluyendo la entrega de un prospecto preliminar.
3. **Obligación de efectuar el underwriting:** El emisor conviene en vender a los underwriters cuyos nombres se consignan a continuación de la cantidad de acciones especificada frente a cada nombre. Cada under-

writer conviene en comprar (mancomunada y no solidariamente) una cierta cantidad de acciones (otra opción es estipular la obligación solidaria de comprar el total de la emisión).

Nombre del Underwriter	Cantidad de acciones
------------------------	----------------------

4. **Fecha de oferta:** La fecha en que se hará la oferta de las acciones al público será determinada por el lead manager, pero en todo caso no será más tarde que _____ después que se obtenga la aprobación de las autoridades regulatorias.

5. **Comisión de underwriting:** _____% del precio al que las acciones sean ofrecidas al público. El precio de oferta al público será entre _____ y _____ por acción y será determinado conjuntamente por el lead manager y la emisora en la tarde del día anterior a la fecha de la oferta.

6. **Distribución:** En caso que la demanda por suscribir la emisión exceda la cantidad de acciones ofrecidas, la cantidad de acciones ofrecidas al público podrá ser aumentada hasta un máximo de (la "Mayor Cantidad"), como se indica en el proyecto pertinente. En caso que la demanda de suscripción de acciones exceda al total de la "Mayor Cantidad" del incremento, la distribución se hará como sigue. (Nota: muchos países exigen que los suscriptores de cantidades pequeñas reciban al menos una cierta cantidad mínima de acciones; si este mínimo esta por debajo de, por ejemplo, 100 acciones, a veces la distribución de las acciones se hace a través de un sistema de lotería; los inversionistas institucionales principales tales como las compañías aseguradoras, los fondos de pensiones y los fondos mutuos, pueden recibir una cantidad mayor de acciones (o recibir conjuntamente un porcentaje de la emisión que deje una cantidad suficiente para los inversionistas individuales) porque representan grupos de beneficiarios; sobre el particular debe verificarse qué dispone la legislación y cuáles son las tradiciones locales).

7. **Entrega de certificados y pagos:** El pago del precio de suscripción de las acciones se hará en la fecha del cierre a _____ (hora) en la oficina del lead manager. La fecha de cierre será determinada por el lead manager, pero no será antes de _____ días ni después de _____ días después de la fecha de la oferta. Tan pronto la emisora reciba una lista detallada de los nombres de los suscriptores y de las acciones asignadas a cada uno de ellos por el lead manager, la emisora entregará la cantidad apropiada de certificados de acciones a nombre de los suscriptores dentro de un pla-

zo de _____ días. (Nota: los procedimientos de distribución en caso que la demanda de acciones ofrecidas exceda el total de las acciones que se hayan ofrecido requiere a menudo que se establezcan procedimientos especiales. Por ejemplo, podrá establecerse una cuenta especial para que el total de las cantidades recibidas por concepto de pago de la suscripción sea depositada en ella y las transferencias a la emisora se hagan mediante débitos a dicha cuenta; los reembolsos que deban hacerse a los suscriptores al terminar el procedimiento de distribución se hacen, al término del mismo, con cargo a dicha cuenta; el interés devengado por los fondos depositados en dicha cuenta puede usarse para cubrir los gastos de distribución, etc.).

8. Obligaciones de la emisora:

a) Notificar al lead manager de cualquier acontecimiento importante y pertinente que requiera un cambio en el prospecto, de cualquier cambio en el prospecto sugerido por la emisora, y de los comentarios y solicitudes de información adicional que hayan hecho las autoridades regulatorias.

b) Entrega de _____ copias del prospecto al lead manager.

c) Obligación de pagar los gastos legales, de imprenta, registro, y demás gastos razonables incurridos por los miembros del sindicato de underwriting en relación con la oferta.

d) Obligación de no vender ninguna acción (adicional o emitida anteriormente) de la emisora por un periodo de _____ días siguientes a la fecha de la oferta al público.

e) Entrega a los accionistas de estados financieros trimestrales no auditados y estados financieros anuales auditados, a partir del fin del trimestre siguiente a la fecha de la oferta (Nota: en la mayoría de los casos ésta es una exigencia de la comisión de valores y/o las bolsas de valores).

9. Declaraciones de la emisora:

a) Que el prospecto y los demás documentos registrados con ocasión de la oferta no contienen declaraciones falsas. Que se han dado a conocer todos los hechos pertinentes sobre la conducción de los negocios de la compañía, los gravámenes que afectan a sus activos, etc.

b) Que la emisión de las acciones ha sido debidamente autorizada por la emisora y los organismos regulatorios bajo cuya jurisdicción funciona. Que la emisora ha sido debidamente constituida como sociedad. Que no hay juicio pendiente o procedimientos tributarios pendientes contra la emisora (a menos que hayan sido debidamente reseñados en el prospecto).

10. **Indemnización:** La emisora se compromete a indemnizar a los underwriters por cualquier responsabilidad y gastos provenientes de información falsa u omisión de dar a conocer hechos importantes y pertinentes.

11. **Condiciones de las obligaciones de los underwriters:**

a) Que la oferta al público haya recibido la aprobación de las autoridades regulatorias a más tardar el _____ (fecha). _____

b) Que se haya recibido una opinión legal emitida por el abogado de la emisora en la que se certifique la legalidad de la emisora, sus acciones, la autorización de la oferta al público, la ausencia de violaciones de las estipulaciones contenidas en los diversos convenios u otros asuntos legales importantes (a menos que se los haya dado a conocer), etc.

c) Que no hayan ocurrido cambios importantes en la condición financiera u otros aspectos importantes y pertinentes relacionados con la emisora después que se haya registrado el prospecto ante las autoridades competentes.

12. **Fecha de entrada en vigor y terminación del convenio:** El Convenio de Underwriting entrará en vigor inmediatamente que se convenga en el precio de oferta y terminará si, en la opinión del lead manager, las condiciones financieras, políticas o económicas afectan de manera importante y adversa el mercado para las acciones que han de ofrecerse.

13. **Sustitución de underwriters:** Si los underwriters que comprendan no más del 10% de la oferta que haya de hacerse incumplan en su obligación de llevar a cabo el underwriting, los demás underwriters comprarán la parte no adquirida por tales underwriters, en una base proporcional a sus obligaciones. Si la parte correspondiente a quienes incumplan es superior al 10%, se tratará de encontrar una solución satisfactoria a todas las partes o se cancelará la oferta pública, sin que ello entrañe responsabilidad alguna para los underwriters.

ANEXO 4

BOSQUEJO DE UN PROSPECTO

1. **Detalles sobre la emisión:**

Precio por acción, total de las comisiones por acción, cuantía total de la emisión, cantidad de acciones, total de las comisiones, producto neto para la compañía, nombre de los managing underwriters.

2. **Resumen de la información contenida en el prospecto; índice.**
3. **Información por acción:**
 - el precio mayor y menor a que se hayan cotizado las acciones durante los últimos cinco años y los últimos trimestres (seis o más).
 - información sobre distribución de acciones a consecuencia de la reducción de su valor nominal
 - dividendos pagados, aumentos en los dividendos, declaraciones (de haberlas habido) sobre estimación de dividendos.
4. **Oferta:**

Cantidad de acciones ofrecidas como por ciento del total de las acciones emitidas; objeto en el que se piensa utilizar el producido de la emisión.
5. **Descripción del capital accionario; estados de ingresos (cinco años) y análisis de los mismos por parte de la gerencia.**
6. **Capitalización de la compañía**
 - deuda a corto plazo (incluyendo la porción corriente de la deuda a largo plazo.)
 - Deuda a largo plazo
 - Capital autorizado y pagado
 - primas en el precio de suscripción de las acciones
 - reservas
 - utilidades retenidas
7. **Descripción del giro de la compañía:**
 - naturaleza de sus giros, contribución a las ventas y a los ingresos netos
 - productos
 - descripción de la industria; competencia
 - distribución y mercados
 - manufactura
 - investigación y desarrollo
 - empleados; relaciones laborales
 - oficinas; instalaciones manufactureras
 - intereses minoritarios
 - regulaciones gubernamentales que afectan las operaciones
8. **Gerencia:**
 - nombre de los ejecutivos
 - directores

9. **Accionistas principales**
10. **Underwriters:**
 - nombres
 - cantidad de acciones asignadas a cada uno
 - detalle del convenio de underwriting
 - reasignaciones
11. **Opiniones legales**
12. **Expertos**
13. **Informes de los contadores públicos independientes**
14. **Balances consolidados (los más recientes; de los últimos cinco años)**
15. **Notas a los estados financieros.**