

## Colección PwC

### 4

## Finanzas corporativas

# Rumbo al mercado

La gestión de una empresa envuelve la constante toma de decisiones. En el campo de las finanzas corporativas, estas decisiones suelen ser complejas y requieren el análisis de diversos factores. Al enfrentarse con la necesidad de buscar recursos para financiar la expansión de sus empresas, o inclusive al buscar alternativas para vender sus participaciones societarias, los accionistas encuentran una gama variada de opciones.

La complejidad es grande no solamente debido a la existencia de múltiples alternativas, sino también porque en el proceso de decisión se debe considerar varios aspectos. Entre ellos, están las condiciones de mercado, la cultura de la empresa, sus objetivos de largo plazo, su estado de desarrollo, la propensión de los accionistas controladores para dividir la gestión y su disposición de continuar al frente de los negocios.

Las principales alternativas para capitalizar una empresa sin utilizar la financiación bancaria son la emisión de títulos de deuda local o en el exterior y la apertura del capital mediante la emisión de acciones. Otra posibilidad es la securitización de valores por recibir, que será objeto del próximo fascículo de esta colección.

La toma de recursos por parte de un fondo de private equity -capital privado-también es una opción, pero ésta no necesariamente envuelve la captación de recursos nuevos. Frecuentemente, no hay emisión de acciones, sino sólo la venta de parte de los papeles al inversor, es decir, los recursos van al accionista vendedor y no para la empresa. Ocurre lo mismo con la enajenación de acciones a un socio estratégico.

### Emisiones de acciones: un camino para crecer a largo plazo

La apertura de capital es interesante para las compañías que necesiten recursos para viabilizar sus planes de largo plazo, ya sea la expansión mediante

la compra de otras empresas, la inversión en activo fijo, la ampliación del volumen de negocios o la conquista de nuevos mercados.

## Los papeles transados en la bolsa pueden ser una referencia de valor para adquisiciones con acciones

En muchos países en donde el horizonte de inversión aún es corto si se compara a otros, la financiación a largo plazo es una posibilidad. No obstante, las líneas de crédito con plazos mayores generalmente están vinculadas a alguna finalidad específica, como la adquisición de equipamiento y la modernización de instalaciones. Cuando el plan de la empresa es realizar nuevas inversiones para expansión, la obtención de estos recursos a través del crédito tradicional no es, en la práctica, una tarea tan habitual.

Capitalizar una empresa mediante una emisión de acciones - la denominada oferta primaria - es algo positivo porque no implica repago, es decir, la compañía no contrae deuda y consigue alcanzar una adecuada estructura de capital. Además, la oferta pública de nuevas acciones trae beneficios sobre los papeles ya existentes, confiriéndoles mayor liquidez e inclusive facilitando la desinversión por parte de los accionistas.

Otra ventaja de la apertura de capital mediante la oferta de acciones es que los papeles transados en la Bolsa pueden ser una referencia de valor para el uso de nuevas acciones en la compra de otras compañías. Los papeles se pueden utilizar para pagar las adquisiciones de empresas, sin necesidad de realizar ningún desembolso de recursos para esta finalidad.

## Private equity: ¿su empresa está preparada?

Además, en el ámbito de la renta variable, existe la opción de captar recursos de un fondo de private equity, ya sea mediante la emisión de acciones o mediante la venta de papeles ya existentes. Pese a que estos fondos tienen como objetivo la venta, con beneficio, de la inversión que realizaron, y por esto utilizan criterios bastante rígidos para calificar las acciones de las empresas, ellos tienen la ventaja de aportar conocimiento gerencial.

Los fondos de private equity contribuyen para perfeccionar las prácticas de gobierno corporativo y para adoptar controles internos más avanzados. Al pensar en la entrada de un inversor de este tipo, los accionistas deben evaluar si están preparados para dividir la gestión de la empresa con inversores exigentes en cuanto al cumplimiento de metas y la entrega de resultados.

## Aquí en Europa o en EEUU: ¿dónde realizar su oferta?

Una vez elegida la modalidad de captación de recursos - renta fija o variable – es el momento de definir en cuál mercado se realizará la oferta. Generalmente, operaciones con grandes volúmenes se destinan también a los mercados externos, pues los mercados locales aún no las consiguen absorber por completo. Ir al exterior también es una alternativa interesante para las compañías que desean ganar visibilidad, pues permite la creación de vínculos con inversores y analistas.

Otro buen motivo para realizar una emisión en el exterior es la posibilidad de captar recursos más baratos (en el caso de los títulos corporativos) o de obtener mejores precios para las acciones. No siempre, sin embargo, las condiciones de captación son más propicias fuera del país. La desventaja, en caso que la empresa opte por la renta fija, es quedar sujeta al riesgo del tipo de cambio, en caso que no sea una exportadora - lo que requiere la búsqueda de instrumentos de protección en el mercado financiero

(hedge). Con relación a las acciones, el lado negativo es la existencia de exigencias adicionales de divulgación de informaciones y adecuación a la legislación local.

Una posibilidad para la emisión de deuda en el exterior es la realización de una colocación privada para inversores calificados (Qualified Institutional Buyers) en los Estados Unidos. Esto se debe realizar de acuerdo con la reglamentación 144-A de la Securities and Exchange Commission (SEC). Si la oferta va dirigida para inversores no estadounidenses, se debe seguir la reglamentación de Regulation-S.

Otra alternativa es registrar el título de deuda en el mercado no regulado de Luxemburgo (el Euro MFT Market, que es autoregulado) o en Suiza, pues son mercados que están atrayendo nuevas empresas que no quieren hacer frente a las crecientes exigencias aplicadas a las empresas con títulos negociados en los mercados regulados de la Unión Europea.

Las compañías no europeas con títulos negociados en los mercados regulados de la Unión Europea deberán presentar sus estados contables de acuerdo con el modelo internacional (IFRS) a partir de 2007, lo que aumenta la complejidad de la realización de una oferta transada en bolsa en el continente.

Suiza, que no pertenece a la Unión Europea, y los mercados no regulados dentro de la Unión Europea, al contrario de la mayoría de los países, no exigen un nuevo modelo contable.

En cuanto a las acciones, muchas empresas que accedieron al mercado en los últimos dos años optaron por realizar un esfuerzo de venta en el exterior sin transar sus papeles en bolsas. Esto porque las reglas que se refieren a la existencia de controles internos, y que fueron impuestas por la Ley Sarbanes-Oxley, son bastante rígidas y exigentes e implican costos pesados.

Las compañías que han preferido distribuir los papeles en los Estados Unidos sólo para los inversores calificados, obedeciendo a lo dispuesto en la regla 144-A, han encontrado como desventaja el acceso a un número más restricto de inversores

de lo que proporcionaría la transacción en la bolsa y una visibilidad menor.

En caso que la decisión sea por la transacción en la bolsa, a través del American Depositary Receipts o Global Depositary Receipts, la empresa escoge la bolsa en la que sus papeles se negociarán de acuerdo con sus características. La Bolsa de Nueva York (NYSE) la utilizan las grandes compañías de sectores tradicionales, mientras que la Nasdaq es la preferida de las empresas del segmento de tecnología. En Europa, la Bolsa de Londres (London Stock Exchange) es una alternativa para las compañías que no quieren asumir los costos de adaptación a la Ley Sarbanes-Oxley, mientras que el mercado AIM (Alternative Investment Market) es procurado por empresas menores y con atractivo potencial de crecimiento.

### Debentures: flexibilidad y confort en el flujo de caja

La obtención de capital de largo plazo se hace posible también mediante la emisión de títulos corporativos, como los debentures. Para lanzar estos papeles, es necesario ser una compañía abierta y cumplir con las mismas exigencias legales que se aplican a las congéneres con acciones transadas en la Bolsa.

En la práctica, sin embargo, las empresas que tienen sólo debentures son bastante menos exigidas en términos de transparencia que aquellas que emitieron acciones para el público. Esto es especialmente verdadero si las acciones se negocian en uno de los niveles diferenciados de gobierno corporativo de la Bolsa de Valores de Sao Paulo por ejemplo. E, inclusive para las que no lo son, es común que los inversores esperen un nivel de transparencia mayor. Por lo tanto, la emisión de títulos de deuda puede servir como un paso inicial para la entrada al mercado de capitales.

Inclusive para las empresas que ya tienen acciones transadas en la bolsa, los debentures pueden ser interesantes porque son títulos bastante flexibles y que se adaptan al flujo de caja. Ellos tienen la ventaja

de proporcionar un retorno previsible, con pagos de intereses y amortizaciones en fechas programadas, y suplen necesidades de capital puntuales.

## La emisión de títulos de deuda puede servir como un paso inicial para la entrada en el mercado de capitales

Suponiendo que una empresa necesite realizar una inversión para expandir su capacidad productiva, ella puede emitir un debenture y estructurarlo de tal forma que efectúe el pago de intereses y amortizaciones en las fechas en que los recursos generados por la expansión fluyan en su caja.

### Convertibles cuestan menos, pero dejan incertidumbre

¿Cuál tipo de debenture es más adecuado, el simple o el convertible? El primero es un título puro de deuda, que paga intereses y amortizaciones. El segundo es un título híbrido, que tiene también un componente de renta variable (la opción de compra de acciones de la empresa que emitió el título). Mientras no se realice la conversión, el inversor recibe los intereses y las amortizaciones normalmente. Una vez convertido en acciones, el debenture deja de existir y el debenturista se convierte en un accionista.

Los debentures convertibles pagan intereses inferiores a los de los comunes, ya que ofrecen la posibilidad de ganancia de capital (mediante la conversión en acciones). No obstante, traen una dosis de incertidumbre para el emisor, ya que no existe la seguridad de saber si los papeles se cambiarán - y cuántos de ellos serán. Por lo tanto, la empresa debe estar financieramente preparada para el pago integral del título.

## Mercado de capitales Vs. socio estratégico: alternativas de salida

Las alternativas tratadas en los ítems anteriores se refieren a la emisión de acciones y debentures y a los mercados local y externo. Sin embargo, muchas veces una opción que se presenta para los controladores es la venta de su participación a un socio estratégico. Generalmente, éste desea realizar una adquisición para diversificar su actividad, ya sea geográficamente o de ramo, o conquistar nuevas fases para su proceso productivo, verticalizándolo.

## Hay que considerar que no solamente la parte financiera debe pesar en este análisis

La diferencia, en este caso, es que los recursos se destinan al accionista controlador, y no a la capitalización de la empresa. Esta alternativa se contrapone a la realización de una oferta secundaria de acciones en Bolsa, en donde el accionista controlador o grupo vinculado a él vende sus papeles. Nada impide, además, que las dos alternativas se lleven a cabo simultáneamente, y que se opte por aquella que ofrezca las mejores condiciones. Pero cabe considerar que no solamente la parte financiera debe pesar en este análisis.

En esta cuenta entra también la voluntad de los accionistas controladores de continuar al frente del negocio por algún tiempo más, además de la eventual expectativa de que las acciones puedan valorizarse aún más y ser vendidas, en un segundo bloque, en otro momento. Los socios estratégicos suelen comprar el control accionario de las empresas y, como su intención es introducirla en una estrategia más amplia, ellos necesitan libertad para poder adaptarla a sus objetivos - lo que sólo ocurre sin mayores percances cuando no hay división de poder. Ya la realización de una oferta pública secundaria permite que los actuales accionistas mantengan el control (o una participación relevante en el capital), al mismo tiempo que embolsan los recursos obtenidos con la venta parcial de las acciones.

En el próximo fascículo de la **Colección PwC**, continuaremos tratando las alternativas de financiación de las compañías junto al público inversor. Nuestro enfoque será en los recursos disponibles en el área de securitización.

# Colección PwC

- 1 Informaciones no Financieras
- 2 Gobierno Corporativo
- 3 Normas Internacionales de Contabilidad
- 4 Finanzas Corporativas**
- 5 Controles Internos (Post SOX)

PRICEWATERHOUSECOOPERS 