
ACCESO A LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

CARLOS E. MARTÍNEZ

JD Harvard Law School

Socio Proskauer Rose LLP (Nueva York)

Prof. "Securities & Capital Markets Regulation", Universidad de Montevideo

I. INTRODUCCIÓN

El acceso al capital es una herramienta indispensable para el desarrollo de toda empresa. Las necesidades de capital de una empresa varían de acuerdo con el giro de negocios de la empresa y/o la etapa de desarrollo en que se encuentra la misma. Una empresa accede al capital primordialmente para asegurar liquidez para capital de trabajo o para financiar su crecimiento ya sea a través de la expansión de su capacidad productiva o la adquisición de otra empresa competidora o que complemente su negocio.

Una empresa accede al capital a través del endeudamiento o el aumento de su capital social. El endeudamiento es normalmente preferible a un aumento de capital abierto a terceros cuando los accionistas de la empresa estiman que el valor de la acción de la empresa crecerá significativamente en el futuro mediano y por lo tanto no desean diluir su participación. También el endeudamiento es preferible si un aumento de capital implica una dilución que cause la pérdida del control de la empresa por parte de sus accionistas existentes. También puede ser atractivo el endeudamiento si las tasas están a niveles favorables.

El aumento de capital es particularmente atractivo cuando la empresa ya presenta un cuadro de endeudamiento importante, ya que permite reducir el nivel de apalancamiento. También es atractivo un aumento de capital abierto a terceros cuando el precio en el mercado de participaciones societarias de empresas comparables es favorable. Sin embargo, los accionistas de una empresa podrían no querer llevar a cabo un aumento de capital abierto a terceros si eso implicase diluir su participación debido a un precio por acción relativamente bajo o perder el control de la gestión de la empresa.

En algún momento de su desarrollo, una empresa uruguaya pudiera considerar beneficioso o neces-

sario el acceder a los mercados internacionales de capital. La razón de esto suele explicarse por uno o más de los siguientes factores:

- el flujo de efectivo generado internamente por la empresa es insuficiente para financiar su plan de crecimiento o, en el caso de una empresa relativamente nueva, dicho flujo es negativo;
- el acceso al capital en la plaza financiera uruguaya es limitado o relativamente caro comparado con los mercados internacionales;
- la ausencia de productos financieros sofisticados en la plaza financiera uruguaya que permitan monetizar activos de la empresa;
- la implementación de una estrategia financiera que consista en abrir nuevas fuentes de crédito;
- la implementación de una estrategia comercial que consista en aumentar el prestigio de la empresa, y por lo tanto sus productos o servicios, en los mercados internacionales.

II. CONDICIONES PARA ACCEDER A LOS MERCADOS INTERNACIONALES

Para que una empresa uruguaya pueda acceder a los mercados internacionales de capital, es imprescindible que las condiciones del mercado sean favorables, algunas de las cuales están fuera del control de la empresa. Estas condiciones se pueden resumir como la existencia de suficiente demanda en el mercado por el producto financiero que propone ofrecer la empresa. Para que exista suficiente demanda, el precio del producto financiero deberá ser suficientemente atractivo tanto para la empresa como para los inversores, y el nivel de interés de inversión en dicho

producto deberá ser de un volumen suficiente como para cubrir las necesidades de la empresa.

Los principales elementos que afectan el nivel de demanda son los siguientes:

- la situación política, económica y financiera del mercado en el que la empresa está incorporada y dónde desarrolla su actividad (presumiblemente Uruguay), comúnmente llamado "riesgo país";
- las perspectivas de la industria dentro de la cual la empresa desarrolla su actividad;
- la situación y perspectivas comerciales y financieras de la empresa; y
- las características del producto financiero que propone ofrecer la empresa a los inversores.

Riesgo País

Una empresa uruguaya queda encasillada en la categoría de mercado emergente, y dentro de este mercado, el mercado latinoamericano. Durante los años 1993 y 1994, existía gran demanda de instrumentos de empresas y gobiernos latinoamericanos. Las perspectivas de crecimiento de América Latina en ese momento, sumadas al crecimiento en el volumen de capital de inversión particularmente en los Estados Unidos, causaron una demanda significativa de nuevos productos de la región. Esta demanda fue canalizada a través de la creación de fondos de inversión dedicados a la compra de títulos valores de mercados emergentes como América Latina, o de los países más importantes dentro de estos mercados, tales como México y Brasil. Este nivel de demanda permitió a muchas empresas latinoamericanas, aún aquellas con perfiles de mayor riesgo, acceder a los mercados internacionales de capital bajo términos que bajo las condiciones actuales se consideran sumamente favorables.

La crisis mexicana de finales de 1994 expuso a los inversores el riesgo de devaluación de la moneda local y causó una reducción significativa en el volumen de inversión en la región. La crisis asiática en 1998 también repercutió negativamente sobre los instrumentos latinoamericanos por ser considerados como mercados emergentes. Como resultado de las pérdidas sufridas por los inversores debido a las crisis mexicana y asiática y su efecto en toda la región latinoamericana, los inversores de productos financieros latinoamericanos han reducido sustancialmente sus posiciones en el mercado y se han convertido en inversores mucho más cautos y selectivos. La reciente crisis de Argentina ha agravado este fenómeno, aunque de manera más circunscripta a ese país y a Uruguay, que no ha podido escapar a la realidad de su país vecino.

Hasta mediados de 2001, Uruguay gozaba de una calificación de grado de inversión, categoría a la que

hoy, dentro de América Latina, solo acceden México, El Salvador y Chile. El grado de calificación de riesgo de inversión de un país, otorgada por calificadoras de riesgo tales como Standard & Poor's o Moody's Investor Services, tradicionalmente marcaba el techo de calificación de riesgo que podía llegar a obtener un instrumento emitido por una empresa de ese país. En los últimos años, las calificadoras de riesgo han reconocido que dadas ciertas características, un instrumento emitido por una empresa puede llegar a tener un grado de riesgo de inversión superior al de su país. No obstante, el riesgo país continúa siendo un referente muy importante para la calificación de riesgo del instrumento de la empresa. Por lo tanto, la caída de la calificación de grado de riesgo de inversión de Uruguay afecta negativamente la probabilidad de que una empresa uruguaya pueda acceder a los mercados internacionales de capital o, si puede, que lo haga a un costo razonable.

Una empresa uruguaya puede paliar la desventaja de pertenecer a un mercado considerado muy riesgoso como es América Latina (y particularmente Uruguay) en la medida que su actividad de negocios, total o parcialmente, se desarrolle en mercados más favorables. Por ejemplo, una empresa uruguaya que vende su producción en los Estados Unidos o Europa y recibe ingresos en dólares o euros es necesariamente mejor vista desde el punto de vista riesgo que una empresa cuyos productos o servicios son vendidos solo en Uruguay o en países vecinos. No es casualidad que las empresas latinoamericanas con mayor facilidad de acceso a los mercados internacionales de capital sean aquellas como las petroleras Petrobras, Pemex y PDVSA, que exportan a otros mercados y cobran en moneda fuerte.

Riesgo Industria

Las posibilidades de una empresa uruguaya de acceder a los mercados internacionales de capital dependen también de la opinión que pueda prevalecer en el mercado sobre las perspectivas de la industria en la cual opera la empresa. Un ejemplo notable del impacto que puede llegar a tener este factor es la ola de inversión experimentada en los sectores relacionados con el internet durante el período 1997 al 2000. En esos años, era ampliamente aceptado en el mercado que la industria del internet tenía perspectivas brillantes de crecimiento y márgenes muy significativos. Tal fue así que el análisis de inversión se basaba primordialmente en la rapidez con que una empresa podía posicionarse en el segmento elegido de la industria comparada con sus competidores. De menor relevancia pasaron a ser los indicadores básicos de ingresos, gastos operativos y nivel de endeudamiento. Era menos importante ser una empresa

que generara utilidades que ser una empresa con un alto porcentaje de participación en su segmento de negocios.

Este furor permitió a empresas de internet lograr amplio acceso a los mercados, no obstante su historial operativo limitado y sus resultados negativos, y sus planteles ejecutivos jóvenes e inexpertos. Los fondos recaudados en los mercados financieros eran utilizados principalmente en el área de mercadotecnia, con el fin de aumentar la participación de mercado. Esto desbalanceó aún más la relación entre los ingresos y los gastos operativos y servicio de deuda. Sin embargo, la teoría en ese momento era que el desbalance no importaba porque la industria era tan prometedora que se iba a poder continuar financiando gastos operativos y servicio de deuda hasta el momento, años después, en que las empresas empezaran a cosechar sus frutos. Tal fue el caso de Starmedia Network, Inc. que logró llevar a cabo una oferta pública de acciones por US\$120 millones en mayo de 1999, no obstante ser una empresa con déficits operativos muy significativos, con una historia operativa mínima y con un plantel ejecutivo inexperto.

Al mismo tiempo que estas empresas de internet, incluyendo aquellas en mercados considerados riesgosos como América Latina, lograban todo tipo de facilidades para su financiamiento, otras empresas de sectores más tradicionales como la construcción o la manufactura descubrían que los mercados estaban cerrados para ellas. Un claro ejemplo de esto es el caso de Bufete Industrial, S.A., una de las firmas de construcción e ingeniería más antiguas e importantes de América Latina con base en México y operaciones en países tales como los Estados Unidos, Chile, Colombia y Bahamas. Bufete Industrial emitió obligaciones negociables por US\$100 millones en 1996 con vencimiento en julio de 1999. A partir de mediados de 1998, cuando quiso refinanciar esa deuda a través de una nueva emisión, el mercado no mostraba demanda suficiente para productos de mercados emergentes, como resultado de la crisis asiática de ese entonces. Por lo tanto, Bufete Industrial no pudo refinanciar su deuda e incumplió con el pago de sus obligaciones negociables no obstante tener en esa época el volumen de proyectos por ejecutar más grande de su historia. Este incumplimiento afectó sobremanera sus operaciones al caerse varios de sus proyectos de construcción por la incertidumbre que causaba a los dueños de los proyectos el problema de liquidez de Bufete Industrial. Dos años después, la empresa, quebrada y con un porcentaje mínimo de los proyectos que antes ostentaba, fue vendida por sus dueños a terceros por US\$1.000.

La demanda de servicios de telecomunicaciones para internet resultó inferior a la estimada por los analistas especializados. También el desarrollo del comercio electrónico y de ingresos por publicidad en

internet han resultado significativamente más bajos que lo que pregonaban estos expertos. Esto causó que el flujo de ingresos fuera sustancialmente inferior a lo estimado por lo que la relación con gastos operativos y servicio de deuda se convirtió aún más extrema. Estos factores fueron la base de una rápida y estrepitosa caída del valor de las acciones de empresas de tecnología de informática, telecomunicaciones e internet, al punto que muchas de ellas perdieron en pocos meses virtualmente todo su valor. Además, estas empresas, que asumían que iban a poder refinanciar su deuda, descubrieron que la demanda en el mercado había casi desaparecido. Como resultado, cientos de empresas dentro de la industrias de tecnología de informática, telecomunicaciones e internet han quebrado y desaparecido.

Riesgo Empresa

El riesgo empresa apunta a las características de la empresa misma, más allá del riesgo país y del riesgo industria. Para estar en condiciones de acceder a los mercados internacionales de capital, la empresa uruguaya deberá:

- crear un plan de negocios viable que garantice el cumplimiento con el servicio de la deuda en el caso de endeudamiento o que asegure un retorno atractivo a los inversores en el caso de una venta de participaciones sociales;
- mantener normas contables transparentes, conservadoras y alineadas lo más posible a los principios contables generalmente aceptados en los Estados Unidos (GAAP) o los estándares contables internacionales; y
- mantener normas de manejo empresarial que aseguren la transparencia de la gestión y protejan los intereses de accionistas minoritarios y acreedores

La empresa debe también considerar mejorar su perfil de riesgo optimizando sus políticas de negocios. Por ejemplo, en la medida que la empresa logre diversificar su fuente de ingresos de manera tal que una mayor proporción de sus ingresos sea en dólares o en otra moneda fuerte, también se mejorará sensiblemente la calidad de su riesgo. Esto siempre y cuando el comprador de los productos o servicios de la empresa no esté también expuesto al riesgo de la moneda.

Un ejemplo más específico es el de una empresa de construcción de viviendas de interés social que tenía como estrategia operativa adquirir terrenos baldíos para futuros desarrollos aún no contemplados. Cuando la empresa comenzó un proceso de emisión de participaciones societarias en el mercado internacional, descubrió que los analistas de industria estimaban que, al seguir esa política de adquisición anticipada de terrenos, la empresa estaba asumiendo in-

necesariamente el riesgo de fluctuación del valor de los terrenos y usando su capital de manera ineficiente. La empresa ajustó entonces esta política para eliminar ese riesgo

Características del Producto Financiero

Una empresa uruguaya, debido al riesgo país actual, deberá ofrecer a los inversores un producto financiero estructurado de manera tal que se minimicen los riesgos de incumplimiento de pago en el caso de endeudamiento, o que otorguen ciertas ventajas económicas y políticas en el caso de la venta de participaciones societarias. Salvo en el caso de empresas latinoamericanas de primera línea que generan ingresos en dólares o euros tales como Petrobras, PDVSA o Pemex, es prácticamente imposible en estos momentos para una empresa latinoamericana obtener financiamiento sin antes acordar cumplir con compromisos contractuales, llamados "covenants", que limitan de manera significativa su capacidad para poder incurrir nuevo endeudamiento, pagar dividendos o hacer nuevas inversiones, entre otras cosas.

El mercado también probablemente exija que el producto financiero que proponga ofrecer la empresa cuente con ciertos elementos adicionales, comúnmente conocidos como edulcorantes ("enhancements" o "sweeteners") para beneficio de los inversores de manera tal que logren reducir su riesgo de inversión y por ende reducir el costo del financiamiento para el empresa. Entre los edulcorantes más típicos se encuentran los cuentas de garantía, las cartas de crédito totales o parciales, las garantías corporativas o prendarias, las garantías de agencias multilaterales, los seguros contra riesgo político, las prioridades sobre pagos de dividendos o liquidación, la formalización de contratos de venta de mediano o largo plazo con compradores de los productos o servicios de la empresa que tengan una calificación de nivel de riesgo superior a la de la empresa y cierta influencia o control sobre la gestión de la empresa, entre otros.

III. OPCIONES FINANCIERAS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

Como se desprende de lo anterior, la posibilidad de que una empresa uruguaya pueda acceder a los mercados internacionales de capital depende de varios factores, muchos de los cuales no están dentro de su control. Asumiendo que las condiciones de mercado sean suficientemente favorables, la empresa deberá entonces determinar el tipo de financiamiento más acorde a su situación financiera, operativa y accionaria. Esta determinación podría también estar condicionada por la situación del mer-

cado, ya que pudiera no haber demanda suficiente para algunos tipos de financiamiento.

A continuación se describen los productos de financiamiento más representativos de los mercados internacionales de capital. Esta descripción no es exhaustiva, ya que existen otras estructuras financieras, algunas de las cuales presentan características similares a las que se describen aquí.

IV. CRÉDITOS SINDICADOS

Los créditos sindicados son la forma más básica de obtener financiamiento en los mercados internacionales de capital. Típicamente, la empresa o sus dueños tienen formada una relación crediticia con uno o más bancos en la plaza financiera local. Cuando las necesidades de crédito de la empresa pasan a ser de mayor envergadura (normalmente más de US\$10 millones), el banco busca reducir su riesgo a través de la creación de un sindicato de bancos, asumiendo cada uno de ellos una porción limitada del riesgo crediticio. Esto puede implicar la participación de entidades financieras foráneas.

Debido a que los créditos bancarios tienden a ser el resultado de una relación existente con enfoque a largo plazo, este medio de financiamiento es menos sensible a los vaivenes de los mercados internacionales de capital que una emisión de obligaciones negociables. Por lo tanto, los créditos bancarios sindicados tienden a ser el medio de financiamiento de último recurso cuando los mercados internacionales de valores no están disponibles. Se puede afirmar de manera general que los créditos sindicados, debido a su característica de relación de largo plazo, tienden a ser relativamente más accesibles en épocas en que el mercado internacional de valores está cerrado o caro, y a ser relativamente más caros que otros instrumentos cuando los mercados internacionales de valores están favorables.

Una empresa uruguaya que accede a un crédito bancario sindicado deberá aceptar ciertos *covenants* como condición para el desembolso de fondos. El propósito de los *covenants* es el permitir a los bancos acreedores mantener cierto control sobre la gestión de la empresa de manera tal que se minimice el riesgo de incumplimiento de pago. En particular, los *covenants* limitan la libertad de la empresa de poder incurrir en endeudamiento con terceros, preservan los activos de la empresa, aseguran que la prioridad de pago de la deuda no sea afectada y permiten al acreedor mantenerse informado sobre la condición financiera y operativa de la empresa.

La sección de *covenants* tiende a ser la sección más importante para los acreedores en el convenio de crédito, particularmente si el crédito no está garantizado. Los *covenants* suelen también ser el punto más negociado del crédito además de la tasa y el calendario de amortización.

Los *covenants* se dividen en *covenants* afirmativos (obligación de hacer) y *covenants* negativos (obligación de no hacer). Los *covenants* afirmativos se refieren a compromisos que el deudor asume en la gestión de su negocio, mientras que los *covenants* negativos se refieren a situaciones que el deudor acuerda no permitir que ocurran.

Los *covenants* afirmativos más típicos son los siguientes:

- Cumplimiento con leyes y regulaciones aplicables, incluyendo leyes ambientales;
- Pago de impuestos y otros reclamos que pudieran resultar en gravámenes sobre los activos de la empresa;
- Mantenimiento de pólizas de seguro adecuadas;
- Mantenimiento de la figura jurídica de la empresa;
- Libre acceso a los acreedores a los libros y plantas de la empresa;
- Mantenimiento de los libros contables según principios contables generalmente aceptados de la jurisdicción de la empresa;
- Mantenimiento de las plantas y oficinas de la empresa en buen estado;
- En la medida que se lleven a cabo transacciones comerciales con personas que tengan algún interés o participación en la empresa, estas transacciones deberán ser comercialmente razonables; y
- Entrega de estados financieros trimestrales y de proyecciones financieras, y de toda otra información entregada a accionistas.

Los *covenants* negativos más típicos son los siguientes:

- No permitir la existencia de gravámenes sobre los activos de la empresa, con ciertas excepciones, tales como gravámenes que ya existieren al momento del otorgamiento del crédito y aquellos causados al momento de la compra del activo sujeto al gravamen;
- No permitir que subsidiarias incurran en endeudamiento;
- No tomar arrendamientos a largo plazo por un monto agregado superior a una cantidad específica;
- No dar garantías a favor de terceros;
- No impulsar fusiones o consolidaciones salvo que el deudor sea la entidad sobreviviente y que no empeore la condición financiera del deudor como resultado de la transacción;
- Limitaciones con respecto a la venta de activos a un monto máximo anual;
- Restricciones sobre inversiones en, o préstamos a, terceros;
- Limitaciones con respecto a la declaración y/o pago de dividendos;

- No permitir el cambio del giro del negocio de la empresa; y
- Mantenimiento de niveles mínimos para ciertos indicadores financieros, tales como activos netos tangibles, endeudamiento como porcentaje de activos netos tangibles y flujo operativo neto como porcentaje de servicio de deuda.

La empresa deberá cumplir con estos *covenants* en todo momento. Este tipo de *covenant* se conoce como *covenant* de mantenimiento (*maintenance covenant*), a diferencia de los *covenants* de una emisión de obligaciones negociables, que son *covenants* de incumplimiento (*incurrence covenants*).

Por su naturaleza, los *covenants* son sumamente intrusivos y pueden afectar la estrategia y el desarrollo del negocio de una empresa. Por lo tanto, es de suma importancia para una empresa uruguaya entender exactamente el alcance de estos *covenants* para poder negociar términos que, sin afectar el riesgo crediticio que toman los bancos acreedores, permitan a la empresa mantener la flexibilidad operativa y financiera necesaria para llevar adelante su plan de negocios.

Otro aspecto importante del convenio de crédito son las declaraciones y garantías que asume la empresa, llamadas "*representations and warranties*". A diferencia de los *covenants*, las declaraciones y garantías no crean obligaciones sino que certifican el estado jurídico, operativo y financiero de la empresa al momento de la celebración del convenio y al momento del desembolso del préstamo, y expone a la empresa a responsabilidad en el caso que alguna representación o garantía haya sido falsa. Estas declaraciones y garantías reflejan las premisas asumidas por cada banco para llegar a su determinación afirmativa de otorgar el préstamo. Si alguna de estas declaraciones y garantías resultara haber sido incorrecta al momento de ser efectuada, constituiría una violación contractual por parte de la empresa y los bancos tendrían el derecho de exigir la aceleración del repago del préstamo. Debido a las serias consecuencias que una declaración y garantía incorrecta pudiera acarrear, las declaraciones y garantías, al aparecer listadas expresamente en el convenio de crédito que deberá firmar un ejecutivo de la empresa, también sirven como un mecanismo adicional de confirmación de la calidad de la información otorgada por la empresa.

Por lo tanto, es imperativo que la empresa asegure que las declaraciones y garantías que debe efectuar en el convenio de crédito sean correctas. En la medida que la empresa considera que no pueda hacer alguna declaración y garantía por estimarla incorrecta, la empresa deberá subsanar el problema de fondo. De no ser viable, la declaración y garantía deberá ser modificada en el borrador del convenio de

crédito para reflejar la realidad de la situación. Cabe notar que una modificación a una declaración y garantía estándar, dependiendo de la importancia de la declaración en cuestión, podría afectar la predisposición del banco de otorgar el crédito.

Las declaraciones y garantías se dividen entre las de carácter jurídico y las financieras y operativas. Las siguientes son las declaraciones y garantías jurídicas más típicas en convenios de crédito:

- La empresa está debidamente constituida, tiene la capacidad societaria para incurrir en el endeudamiento, y el firmante en nombre de la empresa está debidamente autorizado a hacerlo.
- El incurrimiento de la deuda no es violatorio de ninguna ley, regulación o contrato que afecte la empresa, y no requiere aprobación alguna de entidades regulatorias o terceros.
- En caso de una emisión de participaciones societarias, que las mismas están debidamente autorizadas y que no están sujetas a ningún gravamen u otro tipo de restricción.

Las siguientes son las declaraciones y garantías financieras y operativas más típicas en convenios de crédito:

- Los estados financieros de la empresa presentan debidamente la condición financiera y estado de resultados de la empresa, y desde la fecha de esos estados financieros no ha ocurrido ningún cambio material en la condición financiera y estado de resultados de la empresa.
- No existe ningún litigio o contingencia (incluyendo contingencias relacionadas con fondos de pensiones y pagos de impuestos) que pudiera tener un efecto material adverso sobre la condición financiera y estado de resultados de la empresa.
- La empresa cumple con todos los requisitos de ley aplicable y no existe ninguna contingencia al respecto.
- Los activos de la empresa no están sujetos a ningún gravamen más allá de los gravámenes que la empresa ha identificado a los acreedores.

Los convenios de crédito normalmente incluyen otras declaraciones y garantías relacionadas al negocio específico de la empresa. Por ejemplo, si la empresa depende particularmente de un cliente, es probable que los abogados de los bancos quieran incorporar una declaración y garantía al respecto que indique que el cliente es buen pagador o que la empresa desconoce la existencia de algún factor que pueda causar que el cliente deje de comprar su producto. Como otro ejemplo, si el negocio de la empresa depende especialmente de alguna materia prima en particular, los abogados de los bancos querrán incluir

una declaración y garantía por la cual la empresa desconoce la existencia de algún factor que pudiera causar una interrupción en la provisión de esa materia prima.

La mayor negociación en la sección de declaraciones y garantías normalmente ocurre con respecto al nivel de conocimiento que se asume debe tener la empresa con respecto a alguna declaración y garantía relacionada con un tercero. Por ejemplo, en el caso de una declaración sobre la condición financiera de un comprador clave de los productos de la empresa, la empresa pudiera tomar la posición de que la declaración no procede ya que la empresa no tiene suficientes elementos para hacer la declaración. Sin embargo, el banco puede considerar esa declaración como muy importante y por lo tanto exigir que la empresa se informe al respecto para poder efectuar la declaración.

Los convenios de crédito condicionan el desembolso de los fondos al cumplimiento de ciertas condiciones previas. Una de estas condiciones es la entrega de un certificado por parte de un alto ejecutivo de la empresa en el que se declara que la empresa no ha violado ningún *covenant* y que las declaraciones y garantías otorgadas en el convenio de crédito son correctas en la fecha del certificado. Otra condición de importancia es la entrega de una opinión legal de los abogados uruguayos de la empresa confirmando que la empresa cumple con todos los requisitos corporativos para poder celebrar el convenio de crédito y que dicha celebración no viola ningún acuerdo con terceros ni requiere aprobación alguna de entidades regulatorias o terceros. Igualmente, como los convenios de crédito internacionales normalmente están regidos por la ley del Estado de Nueva York, los bancos exigen una opinión legal de abogados neoyorquinos contratados por la empresa confirmando que la documentación relacionada con el crédito es válida y vinculante.

En la medida que la empresa necesite la aprobación de un tercero para poder celebrar el convenio de crédito o incurrir en la deuda, esta aprobación también será una condición previa para el desembolso.

En el caso de que la empresa se vea en la situación de no poder cumplir con los pagos requeridos bajo el convenio de crédito, esta se verá obligada a negociar un plan de reestructuración de su deuda con los bancos acreedores. Esta reestructuración se deberá efectuar en base a un plan de negocios y proyecciones de flujos realistas. El nivel de complejidad de una reestructuración depende principalmente de cuantas clases de acreedores diferentes existan al momento de la reestructuración y del tipo de endeudamiento. Por ejemplo, un crédito sindicado, sin ser fácil, es más simple de reestructurar que una emisión de obligaciones negociables ya que en un crédito sindicado la empresa debe negociar con un grupo de

acreedores reducido y conocido, y con intereses generalmente similares. La reestructuración de obligaciones negociables es más compleja ya que normalmente involucra a cientos de acreedores de distintos perfiles e intereses, ya que muchos pueden haber comprado el papel en el mercado secundario a un valor significativamente menor al nominal.

En todo caso, la empresa puede minimizar la probabilidad de necesitar reestructurar su deuda asumiendo la misma de manera prudente. Es importante recordar que el asesor financiero de la empresa puede ser la misma persona que otorga el crédito o gestiona la colocación, y recibe su compensación en base al tamaño de la operación. Por lo tanto, el asesor financiero va a tener el incentivo, aunque sea subconsciente, de convencer a la empresa de incurrir el mayor endeudamiento razonablemente posible.

V. INVERSIÓN DE RIESGO DIRECTA (VENTURE CAPITAL INVESTMENTS)

La inversión directa es un medio de financiamiento utilizado principalmente por empresas relativamente nuevas que no gozan de una historia operativa significativa o que generan al momento un flujo operativo negativo, pero de las cuales se espera un crecimiento importante en un período normalmente no mayor a los tres años. Los montos de inversión típicamente oscilan entre los US\$3 millones y los US\$15 millones.

Los inversores tienden a ser fondos de inversión de alto riesgo (*venture capital funds*) que buscan principalmente un alto retorno y la opción de vender su posición accionaria dentro de un período no mayor a los tres años. Normalmente estos fondos compran una participación societaria minoritaria, ya sea por política propia del fondo o por limitaciones de carácter regulatorio o fiscal pero se aseguran cierto nivel de control sobre la gestión de la empresa.¹

El beneficio para la empresa no se limita necesariamente al aporte de capital. La inversión en la empresa por parte de un fondo de inversión reconocido puede constituir una señal positiva al mercado sobre la transparencia y perspectivas de la empresa. Esto ayuda a mejorar la probabilidad de éxito de una nueva ronda de financiamiento, de ser necesaria.

El primer paso en un proceso de inversión de riesgo directa es la preparación por parte de la empresa, con la asistencia de sus asesores financieros, de un plan de negocios o folleto informativo. Este documento describe de manera resumida la empresa, su negocio, su estrategia y planes, su mercado, sus activos y su plantel ejecutivo. El documento normalmente también incluye proyecciones financieras que estiman los resultados futuros de la empresa asumiendo el cumplimiento del plan de negocios.

El segundo paso es la preparación de una hoja de términos (*term sheet*), que es un documento generalmente no vinculante (excepto con respecto a cláusulas de período de exclusividad de negociación o reembolso de gastos al potencial inversor) sobre el cual las partes establecen los términos principales de la inversión propuesta. Los términos más negociados son el precio del título valor que recibe el grupo inversor y sus características.

El precio del título valor se establece según una valuación de la empresa realizada por contadores independientes. El tipo de título valor más utilizado en este tipo de transacciones es la acción preferente convertible, ya que tiene ciertas ventajas fiscales y contables sobre las acciones comunes o la deuda subordinada convertible. La acción preferente convertible además otorga a su tenedor un derecho de preferencia sobre accionistas comunes con respecto al pago de dividendos o en caso de liquidación de la empresa, y la opción de convertir los títulos a acciones comunes.

El grupo inversor normalmente exige los siguientes derechos adicionales:

- Influencia sobre la gestión de la empresa a través de (i) representación en el directorio, (ii) derechos de voto que representen vetos efectivos con respecto a temas que el grupo inversor considere críticos, tales como fusiones o combinaciones, cambios en el giro de negocios de la empresa, aumentos de capital, la declaración de dividendos y la recompra de acciones, y (iii) acceso a los libros y la planta de la empresa.
- Protección contra dilución de su posición accionaria y preservación de la composición accionaria, incluyendo (i) el derecho de participación en nuevas rondas de financiamiento a través de un aumento del capital social, (ii) el recálculo del precio por título valor pagado

1 La empresa también pudiera obtener inversión directa a través de una asociación estratégica. En este caso, el inversor típicamente es un participante en la misma industria de la empresa. Por ejemplo, el inversor pudiera ser un comprador de los productos o servicios de la empresa, un vendedor de productos o servicios a la empresa, o pudiera ofrecer los mismos productos o servicios pero en mayor escala. En una asociación estratégica la empresa uruguaya no solo recibiría capital o bienes a cambio de una participación societaria sino que también recibiría beneficios operativos al capitalizar sinergias con el inversor estratégico, como pudiera ser el recibo de capacitación técnica y comercial (*know-how*), acceso a nuevos mercados o mayor acceso a crédito en mejores términos.

por el grupo inversor en caso que una nueva ronda de financiamiento a través de un aumento del capital social resulte en un precio por título valor inferior al pagado por el grupo inversor, (iii) el derecho a que toda propuesta de venta de acciones de la empresa por parte de la empresa o cualquier otro accionista sea ofrecida primero al grupo inversor (*right of first offer*) o en el caso que algún tercero ofrezca a otro accionista comprar acciones a un precio determinado, el derecho a igualar ese precio (*right of first refusal*).

- Mecanismos para facilitar la eventual venta de su posición accionaria tales como (i) el derecho de exigir que la empresa efectúe una oferta pública de acciones lo cual crearía liquidez para las acciones de la empresa (*registration rights*), (ii) el derecho de participar en ventas de acciones por parte de otro accionista bajo los mismos términos (*tag-along rights*), (iii) el derecho de obligar a otros accionistas a vender sus acciones bajo los mismos términos en caso que el grupo inversor consiga un comprador interesado en comprar un número de acciones de la empresa superior al que posee el grupo inversor (*drag-along rights*) y (iv) la obligación de la empresa de recomprar los títulos valores del inversor a opción del inversor a partir de un tiempo y a un precio pre-determinado que le asegure a los inversores un retorno importante sobre su inversión (*put option*).

Es común también otorgar como edulcorante opciones (*warrants*) al grupo inversor durante un período definido (que típicamente oscila entre los tres y siete años) para comprar más títulos valores al mismo precio que el que pagaron por su inversión inicial. Esto permite al grupo inversor recibir un beneficio adicional en el caso en que el valor de la empresa aumente.

Una vez que las partes llegan a un acuerdo sobre la hoja de términos, el grupo inversor lleva adelante una auditoría, llamada "*due diligence*", de todos los aspectos relevantes de la empresa. Si en la auditoría no se descubre nada inesperado, entonces se procede a firmar la documentación pertinente. La documentación principal se compone de un convenio de compra de títulos valores (*Securities Purchase Agreement*), que refleja entre otras cosas los términos básicos de la inversión y establece las condiciones para

el cierre de la transacción. En particular, incluye declaraciones y garantías (*representations and warranties*) similares a las descritas arriba en la sección anterior.

Los estatutos sociales de la empresa también deben ser modificados para reflejar los derechos inherentes de las nuevas clases de título valores. El convenio de derechos de inversores (*Investor Rights Agreement*) refleja los derechos políticos y económicos otorgados al grupo inversor antes descritos. Si se emiten opciones, sus términos se establecerán en un convenio (*Warrants Agreement*).

Para los dueños de la empresa, una inversión de riesgo directa implica compartir el control de la gestión de la empresa. Esto puede requerir un cambio de cultura gerencial, ya que las políticas empresariales más significantes podrán ser adoptadas solo con la aprobación del grupo inversor. Existe hasta la posibilidad de que los dueños de la empresa dejen de ser accionistas en el caso que el inversor ejerza su derecho de obligar a los dueños a vender sus acciones (*drag-along rights*). Este último aspecto pudiera ser inaceptable para dueños que deseen perpetuar la presencia familiar en la empresa, por lo que deberán negociar un acuerdo que excluya tal cláusula.

VI. EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES

La emisión de obligaciones negociables en los mercados internacionales de capital es una opción para empresas uruguayas que buscan financiamientos de un mínimo de US\$75 millones.² La emisión requiere ese tamaño mínimo para proveer cierto nivel de liquidez a la obligación negociable y para amortizar los gastos de la emisión, que pueden ser considerables.

Una emisión de obligaciones negociables puede ser efectuada, para efectos de las leyes de valores de los Estados Unidos, de manera privada o pública. Una oferta pública implica, entre otras cosas, el poder ofrecer las obligaciones negociables a cualquier inversor, sin ninguna restricción, a diferencia de una oferta privada que puede ser ofrecida solamente a inversores que tengan ciertos niveles preestablecidos de patrimonio y/o sean suficientemente sofisticados. Además, obligaciones negociables vendidas a través de una oferta pública pueden ser negociadas libremente por sus tenedores, mientras que la transferencia de obligaciones negociables vendidas en una ofer-

2 Es posible emitir obligaciones negociables por un monto agregado significativamente inferior a los US\$75 millones, pero este tipo de colocación se caracteriza más por una venta negociada a unos pocos inversores. Los gastos de la emisión son menores debido a que normalmente no es necesario preparar un folleto informativo con el nivel de detalle requerido para una oferta más amplia de obligaciones negociables. Sin embargo, debido al tamaño más reducido de la colocación, la comisión pagadera al banco colocador tiende a representar un porcentaje sobre el monto total de la colocación más alto que en el caso de una oferta de obligaciones negociables de mayor envergadura a un grupo más amplio de inversores. No es inusual que, para reducir costos, las partes acuerden utilizar un solo escritorio de abogados de cada jurisdicción para la transacción, en vez de que tanto la empresa como el banco colocador tengan sus propios abogados.

ta privada está sujeta a ciertas restricciones durante un período de dos años.

Una oferta pública permite a la empresa acceder a un grupo (*pool*) de posibles inversores más amplio que una oferta privada, lo que, en teoría, aumenta la probabilidad de éxito de la colocación tanto en términos de nivel de demanda como de precio. Sin embargo, una oferta pública requiere que el documento de venta sea registrado y aprobado por la Comisión de Valores de los Estados Unidos (*Securities Exchange Commission (SEC)*). Esto implica un proceso de colocación más largo (típicamente cinco meses) y consecuentemente mayores gastos de la emisión.

También, al efectuar una oferta pública, la empresa uruguaya pasaría a estar sujeta a los requisitos de información y otras obligaciones de la SEC, lo que se entiende como tener calidad de *reporting company*. Estos requisitos, los más importantes de los cuales se detallan a continuación, implican agregar una carga administrativa y financiera considerable para la empresa:

- Registro ante la SEC de un reporte anual que incluya, entre otras cosas, (i) estados financieros auditados según principios contables generalmente aceptados (llamados "GAAP") de Uruguay reconciliados al GAAP de los Estados Unidos y (ii) una descripción detallada del negocio de la empresa, su industria, su condición financiera y estado de resultados en los últimos tres años fiscales, sus perspectivas, su composición accionaria, su plantel ejecutivo, el efecto de las leyes tributarias uruguayas y estadounidenses sobre la tenencia de las obligaciones negociables y los riesgos que un tenedor asume al comprar las obligaciones negociables.
- Registro ante la SEC de hechos relevantes que hayan sido divulgados a través de comunicados de prensa, comunicaciones a accionistas u otros tenedores de títulos valores de la empresa, o registros ante las autoridades uruguayas.
- Establecimiento de normas de buena gestión (*corporate governance*) tales como la creación de un comité de auditoría independiente que contrate los auditores y apruebe estados financieros.
- Prohibición con respecto al otorgamiento de préstamos a altos ejecutivos o directores de la empresa.

- Sujeción a ciertas normas sobre responsabilidad civil y penal contra la empresa y personas responsables en el caso que la información provista por la empresa a la SEC o a sus inversores contenga un error o una omisión material, o en el caso que se considere que la empresa o sus ejecutivos hayan cometido algún fraude en el mercado.

La empresa no estaría sujeta a estas condiciones en una oferta privada. Sin embargo, es típico que los potenciales inversores exijan que la documentación de las obligaciones negociables incluyan *covenants* que requieran que la empresa entregue información similar a la que entregaría a la SEC si fuera un *reporting company*.

Otra ventaja de una oferta privada es que el proceso es más corto (aproximadamente tres meses) que una oferta pública, lo que permite más flexibilidad para acceder al mercado rápidamente si se abre una ventana de oportunidad en el mismo. Finalmente, una oferta privada implica menos gastos de emisión (aproximadamente US\$1,3 millones a US\$1,6 millones comparado con US\$2,0 millones a US\$2,5 millones, en gastos de abogados, auditores, imprenta, viajes y otros gastos, sin incluir la comisión del banco colocador (*underwriter*)³ y menores gastos para cumplir con las normas en el futuro al no ser un *reporting company*.

En años recientes, los bancos colocadores han impulsado un producto híbrido, que es una oferta privada de obligaciones negociables bajo la Regla 144A (que exime de registro ante la SEC las ofertas que estén dirigidas solamente a compradores institucionales sofisticados) con el compromiso de la empresa de canjear en una oferta pública esas obligaciones negociables dentro de un período máximo normalmente de seis meses por obligaciones negociables libremente transferibles. El razonamiento detrás de este mecanismo es que, en mercados complicados como los que han tenido los títulos valores de empresas latinoamericanas en los últimos años, es primordial estar listo para lanzar la oferta cuando se abre una ventana en el mercado. Como una oferta privada no requiere de la aprobación de la SEC, la empresa está en mejor posición de acceder a esa demanda repentina que en el caso de un proceso de oferta pública. La obligación de canjear esas obligaciones negociables a través de una oferta pública posterior es para otorgar liquidez a los tenedores liberándolos

3 La comisión del banco colocador se basa en un porcentaje del monto total de la colocación. Este porcentaje varía dependiendo de las características del emisor (si es un emisor que ya ha emitido en el mercado la comisión normalmente es más baja que para un emisor que participa por primera vez, porque presumiblemente la labor de colocación del banco es menos complicada) y la competitividad existente entre los bancos colocadores, la cual tiende a ser mayor cuando el volumen de operaciones que hay en el mercado es bajo. Las comisiones que se suelen pagar en emisiones de empresas latinoamericanas normalmente oscilan entre 2% y 4% para obligaciones negociables y entre 1% y 3% para participaciones societarias.

de la prohibición sobre la libre transferencia de las obligaciones negociables que surgen de una oferta privada. Esta promesa de liquidez, en teoría, permite a la empresa asegurar un precio de colocación en la emisión privada como si fuera de emisión pública.⁴

Toda emisión de obligaciones negociables requiere la preparación de un folleto informativo, llamado *offering circular* en ofertas privadas y *prospectus* en ofertas públicas. Este folleto informativo incluye información detallada, entre otras cosas, sobre las operaciones de la empresa, su industria, su condición financiera y resultado de operaciones en los últimos tres años fiscales, sus perspectivas, su plantel ejecutivo, su composición accionaria, las características de las obligaciones negociables, el efecto de las leyes uruguayas y estadounidenses sobre la tenencia de las obligaciones negociables y los riesgos a los que se expone un inversor al comprar las obligaciones negociables. Además, el folleto informativo deberá incluir estados financieros auditados para los últimos tres años fiscales de la empresa, los cuales en el caso de una oferta pública en los Estados Unidos, deberán ser reconciliados al GAAP de los Estados Unidos.

El folleto informativo es normalmente redactado por los abogados estadounidenses contratados por la empresa, y es pulido mediante numerosas sesiones de redacción en la que participan ejecutivos de la empresa, representantes del banco colocador, los abogados uruguayos y estadounidenses tanto de la empresa como del banco colocador y los auditores.

Simultáneamente con la redacción del folleto informativo, se lleva a cabo una auditoría (*due diligence*) completa de todos los aspectos jurídicos, operativos y financieros de la empresa. Este proceso es de suma importancia ya que el banco colocador, como medida preventiva ante eventuales reclamos por parte de inversores sobre la calidad de la información del folleto informativo, requieren como condición para el cierre de la colocación que los abogados uruguayos y estadounidenses de la empresa y el banco colocador entreguen al banco colocador una opinión en la cual aseveran que el folleto informativo no contiene ninguna omisión o error material. Para poder emitir esa opinión los abogados necesitan llevar a cabo esa auditoría y reflejar lo aprendido durante la misma en el folleto informativo.

Además del folleto informativo, el documento principal de una emisión de obligaciones negociables es el *Indenture*, que es el documento bajo el cual se emiten las obligaciones negociables y se establecen los derechos de sus tenedores. Al igual que en el caso de créditos sindicados, la sección de *covenants* es la más importante y más negociada del documento. En el caso de emisiones por parte de países como puede ser Uruguay (llamadas emisiones soberanas (*sovereign issuances*)) o empresas de alta calificación crediticia, los *covenants* tienden a ser mínimos, limitándose normalmente a prohibir el incurrir de ciertas garantías prendarias y, en el caso de empresas, a prohibir o restringir cambios sustanciales en su giro de negocios o ciertas fusiones o combinaciones. Obligaciones negociables con este tipo de *covenants* básico son llamadas "*plain-vanilla bonds*".

Para acceder al capital mediante la emisión de obligaciones negociables, una empresa uruguaya seguramente deberá aceptar *covenants* más intrusivos que pueden afectar la estrategia y el desarrollo del negocio. Estos *covenants*, llamados *covenants* de alto retorno o "*high-yield covenants*", son descritos en más detalle arriba en la sección sobre créditos sindicados. La diferencia principal de estos *covenants* con respecto a *covenants* de un crédito sindicado es que aplican en el caso que la empresa piense llevar a cabo algún acto, por lo que se les conoce como *covenants* de incurrir. Los *covenants* de un crédito sindicado deben ser cumplidos en todo momento, por lo que se les conoce como *covenants* de mantenimiento. Por lo tanto, a diferencia de un crédito sindicado, la empresa necesita efectuar un acto positivo para violar un *covenant*.

Otra sección importante del *Indenture*, aunque menos sujeta a negociación, es la que se refiere a eventos de incumplimiento. En la medida que la empresa incumpla con sus pagos, tenga problemas de insolvencia, incurra en alguna contingencia sustancial o viole algún *covenant* u otra cláusula del *Indenture*, los tenedores de las obligaciones negociables tendrán el derecho a reclamar la aceleración del pago de las obligaciones negociables. Este derecho de aceleración está sujeto a que tenedores de un porcentaje específico del monto agregado de las obligaciones negociables (establecido según el evento de incumplimiento, aun-

4 Se puede pensar que los bancos colocadores tienen el incentivo de utilizar esta estructura híbrida en vez de una oferta pública porque finaliza unos dos meses antes, lo cual les permite cobrar su comisión con esa anterioridad y libera sus recursos para utilizarlos en otras transacciones con otros clientes, ya que el banco colocador no participa en el canje. Para la empresa, esta oferta híbrida 144A con derechos de canje (llamados *registration rights*) implica mayores gastos ya que debe efectuar dos ofertas (incluyendo la publicación de folletos informativos para cada transacción) y un mayor compromiso de tiempo por parte de sus altos ejecutivos. Además, la empresa se expone más al riesgo de reclamo de algún inversor que el folleto informativo contenía algún error u omisión material. Esto se debe a que la empresa vende sus obligaciones negociables en base a una oferta privada 144A exenta de registro ante la SEC y después, como parte del registro ante la SEC para efectos de recibir la autorización para llevar a cabo el canje, presenta a la SEC un nuevo folleto informativo con virtualmente la misma información que utilizó para la venta. La SEC normalmente emite decenas de comentarios sobre el contenido del folleto informativo y requiere que la empresa modifique su folleto informativo para reflejar tales comentarios. Cualquiera de estos comentarios pudiera dar base a tal reclamo por parte de un inversor.

que normalmente es 51%) acuerden ejercer ese derecho.

El convenio de compra (*Purchase Agreement*) establece los términos bajo los cuales el banco colocador se compromete a comprar todas las obligaciones negociables de la empresa para su posterior venta a los inversores. El convenio de compra establece la comisión que recibirá el banco colocador, normalmente establecida como un descuento sobre el precio al que el banco colocador distribuirá las obligaciones negociables a los inversores. El convenio de compra se celebra una vez que la empresa y el banco colocador haya culminado la gira de promoción de la oferta, o *roadshow*, y el banco colocador ya haya recibido indicaciones de interés de compra por parte de los potenciales inversores. Esto quiere decir que el banco colocador efectivamente no se compromete a comprar los títulos de la empresa hasta que los eventuales inversores se comprometen virtualmente a comprar los títulos al banco colocador.

El convenio de compra también incluye declaraciones y garantías (*representations and warranties*) de la empresa similares a las antes descritas en la sección sobre créditos sindicados. Además, la empresa debe declarar que ha cumplido con todos los requisitos de las leyes federales de valores de los Estados Unidos. Es también típico que los abogados del banco colocador usen la sección de declaraciones como una herramienta más de su auditoría y exijan que la empresa declare acerca de ciertos aspectos específicos descubiertos durante la auditoría. El convenio de compra también incluye una sección de *covenants* pero estos están relacionados principalmente con el proceso del cierre de la transacción.

La sección sobre indemnización es de vital importancia para el banco colocador. El convenio de compra típico establece que la empresa deberá indemnizar al banco colocador por toda pérdida o gasto que este incurra debido a algún reclamo o demanda relacionada con la oferta. El banco colocador tampoco estará obligado a indemnizar en un monto mayor a la comisión recibida por el banco colocador en la transacción, salvo que el banco colocador hubiera actuado de manera fraudulenta. Esta cláusula no es negociable ya que ningún banco colocador está dispuesto a asumir una mayor responsabilidad, ya que el riesgo no compensa el beneficio de la comisión.

Cabe agregar que en el caso que la empresa necesite reestructurar su deuda, el *Indenture* no permite ninguna modificación al monto de las obligaciones negociables, ni a la tasa de interés o calendario de pago, sin el consentimiento previo del 100% de los tenedores de obligaciones negociables. Debido al número elevado de tenedores, es prácticamente imposible obtener tal consentimiento. La alternativa más utilizada es la de hacer una oferta de canje de las obligaciones negociables existentes por nuevas obligacio-

nes negociables con términos negociados entre la empresa y un comité compuesto por los principales tenedores. Los tenedores no están obligados a participar en el canje (salvo aquellos que participaron en el comité de reestructuración, quienes normalmente acuerdan contractualmente que van a participar) y pueden optar por mantener sus viejas obligaciones negociables. Sin embargo, para que un plan de reestructuración sea viable es imprescindible que un porcentaje alto de los tenedores participe. Por lo tanto, las ofertas de canje normalmente requieren como condición para su efectividad que participen tenedores que representen un porcentaje mínimo del total agregado de las obligaciones negociables. Este porcentaje tiende a ser de por lo menos 90%.

VII. SECURITIZACIONES

Las securitizaciones son un instrumento financiero que se ha ido desarrollando más asiduamente en los últimos años y que principalmente permite a las empresas transformar en líquidos activos inmovilizados (ilíquidos). Una securitización consiste en la representación de activos inmovilizados en títulos de deuda o certificados de participación garantizados para ser colocados entre inversores en los mercados de capitales.

Se puede securitizar diferente tipos de activos. Las securitizaciones más comunes efectuadas en América Latina hasta la fecha son de préstamos para vivienda, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, remesas, recaudación fiscal y flujos de proyectos específicos.

Estas son las características ideales de los activos a securitizar:

- Homogeneidad en los activos (características y naturaleza similares);
- Transferibilidad de los activos;
- Generación de flujos de fondos permanentes y constantes que permitan crear un modelo de amortizaciones acorde a la capacidad de pago de las obligaciones; y
- Riesgo limitado de pérdida de los activos.

A través de la securitización el dueño de los activos los transfiere o cede a un ente jurídico llamado "vehículo" (*special purpose vehicle*) creado con la única finalidad de convertirse en dueño de dichos activos y emisor de los títulos de deuda o certificados de participación que se distribuirán entre los inversores. Los activos securitizados abandonan el patrimonio del dueño original y pasan a formar parte del patrimonio del vehículo (en la mayoría de las jurisdicciones se los conoce como "fideicomisos financieros") y son administrados por un administrador o fiduciario. El administrador o fiduciario controla al vehículo de acuerdo a los derechos y obligaciones establecidas en el contrato de constitución de dicho vehículo.

Las securitizaciones por medio de la movilización de activos de baja liquidez generan beneficios tanto al dueño de los activos (al que generalmente se conoce como el originante) como para los inversores.

Los beneficios que obtiene el originante principalmente son:

- Disminución de la relación deuda/capital propio dado que la deuda es emitida por un vehículo legal separado del originante y por lo tanto no se registra en el balance del originante (en dicho balance solo se registran los fondos provenientes de la emisión de los títulos en carácter de ingresos por la venta de los activos securitizados y se reducen los activos que fueron transferidos al vehículo);
- Aumento de la liquidez de los activos ya que los flujos de fondo proveniente de dichos activos son generalmente a futuro y el originante consigue capital en el mercado al cierre de la securitización;
- Al encontrarse garantizados por flujos de fondo se mejora la calificación de los títulos a emitirse y se logra tomar capital a menores tasas y en condiciones más beneficiosas para el tomador puesto que el riesgo empresa del originante se reduce y dicho riesgo se traslada total o mayormente a los activos securitizados; y
- Aumenta la rentabilidad de la empresa debido a la rotación de activos que antes de securitizarse son relativamente ilíquidos.

Los inversores se ven principalmente beneficiados por el hecho de que los activos garantizan su inversión y el riesgo crediticio es menor, manteniendo un buen retorno sobre el capital invertido.

Cualquier empresa uruguaya que quiera embarcarse en un proceso de securitización deberá comenzar seleccionando al banco colocador, un estudio de abogados para que la represente, a una entidad que se convierta en la administradora (o fiduciaria) de los flujos producidos por los bienes securitizados y a las calificadoras de riesgo que van a evaluar el proyecto. El banco colocador de los títulos deberá conducir su proceso de auditoría (*due diligence*) enfocado no solo a la empresa dueña de los bienes a securitizarse, sino que muy particularmente también a aquellos bienes que dejaran de formar parte del patrimonio de la empresa titular de los mismos para constituirse en una garantía de los inversores.

Los contratos base de la securitización son el contrato de fideicomiso, que es por el cual se constituye el vehículo jurídico que va a pasar a ser dueño, en nombre de los inversores, de los bienes securitizados; el contrato de administración, por el cual un administrador se obliga a administrar los flujos de los bienes securitizados y realizar los pagos de capital e intereses a los inversores cuando sea aplicable; y el fo-

llo informativo, que será muy similar al descrito en la sección sobre obligaciones negociable pero con énfasis principalmente sobre los bienes securitizados.

El objetivo final del proceso de securitización es efectivizar una venta real (*true sale*) de los bienes del originante al nuevo vehículo, de manera tal que en el caso de un posible futuro concurso preventivo del originante los bienes no queden afectados a la masa concursal. Para ello, es importante confirmar que los activos a ser cedidos puedan serlo, tanto por la naturaleza de los activos como por la legislación existente. Por ejemplo, en ciertas jurisdicciones, no es posible la cesión de créditos hipotecarios para la vivienda sin el consentimiento previo de cada deudor, por lo que dichos activos no son pasibles de ser securitizados.

Las empresas uruguayas que posean activos ilíquidos que sean pasibles de securitización deben considerar esta alternativa ya que a través de este proceso logran colocar títulos cuyo riesgo es menor porque la unidad de análisis crediticio no es el emisor sino los bienes securitizados. De esa forma se baja la tasa de interés de los títulos emitidos, logrando la empresa uruguaya una substancial ganancia.

VIII. FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

Otra alternativa de acceso al capital para una empresa uruguaya es el financiamiento de proyectos (*project finance*). Este medio de financiamiento es idóneo para situaciones en que la empresa desea embarcarse en un proyecto que sea separable del resto de la actividad de la empresa. La construcción de una planta de energía, el desarrollo vial, la construcción de una terminal portuaria y la expansión de una refinería de petróleo son ejemplos de proyectos que han sido financiados a través de esta modalidad.

Bajo la modalidad de un financiamiento de proyectos, los acreedores, ya sean bancos bajo un crédito sindicado o tenedores bajo una emisión de obligaciones negociables, tendrán recurso solamente contra un vehículo jurídico cuyos únicos activos serán aquellos relacionados al proyecto en sí. La unidad de análisis crediticio es el proyecto en sí, y no la empresa. Por lo tanto, si el proyecto no genera los flujos esperados, la empresa no estará obligada a comprometer el resto de su patrimonio.

Para que esta modalidad sea viable, la transacción deberá ser estructurada de manera tal que los riesgos del proyecto sean aceptables para los potenciales inversores. Estos riesgos se dividen en tres grandes categorías:

- **Riesgo de Construcción.** Este riesgo se relaciona con la existencia de algún problema con la

construcción, ya sea en cuanto a los tiempos de obra y/o la calidad de la construcción. Este riesgo se mitiga:

- ✧ contratando a una empresa constructora sumamente calificada y con solidez financiera;
 - ✧ comisionando un estudio de ingeniería que concluya que el proyecto puede ser construido dentro de los plazos establecidos y que la tecnología del proyecto es probada;
 - ✧ obteniendo de la empresa constructora garantías de pago de daños punitivos (*liquidated damages*) que cubran (i) en caso de una demora en los plazos de construcción, el servicio de deuda durante ese período, o (ii) en el caso en que la construcción del proyecto sea tal que la productividad del mismo resulte menor a lo especificado, el pago anticipado de una porción de la deuda tal que la capacidad productiva del proyecto remanente sea suficiente como para pagar el servicio de deuda reducido y los gastos de operación.
- **Riesgo Operación y Mantenimiento.** Este riesgo se refiere a caídas en el flujo de fondos provenientes del proyecto debidas a problemas relacionados con la operación y el mantenimiento del proyecto. Este riesgo se mitiga:
 - ✧ contratando a una empresa operadora sumamente calificada y con solidez financiera, que bien puede ser la misma empresa constructora; y
 - ✧ obteniendo de la empresa operadora garantías de pago de daños punitivos (*liquidated damages*) que cubran (i) en caso de una merma en el flujo del proyecto debido a problemas operativos o de mantenimiento, el faltante para cubrir el servicio de deuda y los gastos operativos durante ese período, o (ii) en el caso que el problema operativo o de mantenimiento cause una merma permanente en el flujo del proyecto, el pago anticipado de una porción de la deuda tal que la capacidad productiva del proyecto remanente sea suficiente como para pagar el servicio de deuda reducido y los gastos operativos.
- **Riesgo Comercial.** Este riesgo se refiere a caídas en el flujo de fondos provenientes del proyecto debidas a problemas de orden comercial, tales como puede ser una demanda de energía inferior en el caso de una planta cogeneradora, o un nivel de tráfico vehicular inferior al anticipado en el caso de una carretera. La manera más usual para mitigar este riesgo es mantener una relación de flujo anti-

cipado a servicio de deuda más gastos operativos suficientemente alto como colchón para el caso que los flujos en dólares resulten ser significativamente inferiores a los anticipados. Igualmente, este riesgo se reduce mediante el uso de edulcorantes tales como cartas de crédito, fondos de depósito o pólizas de seguro. En el caso de proyectos que dependen de un número limitado de clientes, estos podrían proveer edulcorantes adicionales como garantías de compras mínimas a largo plazo con un precio preestablecido que en ningún caso sea inferior al necesario para cubrir el servicio de deuda.

Todos los activos relacionados con el proyecto son otorgados como garantía prendaria a los acreedores o tenedores de obligaciones negociables para asegurar el cobro de la deuda.

La empresa uruguaya podría mejorar la tasa a pagar contratando una empresa constructora y operadora con un grado de inversión alto y haciéndola participe del proyecto como socia. Esta empresa podrá participar como socia en el proyecto, lo que reduciría los gastos del mismo, ya que parte de los gastos de construcción se pagarían a través de la cesión de esa participación societaria. Este fue el caso del proyecto de expansión de la refinería de la Empresa Nacional de Petróleo de Chile en Talcahuano en 1996. El proyecto, que incluía la construcción de una coquizadora y una planta cogeneradora, incluyó a Foster Wheeler, una empresa de construcción estadounidense de gran solidez financiera. Foster Wheeler asumió los riesgos de construcción y operación y también se responsabilizó por ciertos edulcorantes tales como una carta de crédito para fundear el proyecto y garantías con respecto al pago de ciertas contribuciones de capital. Como resultado de esto, el proyecto pudo financiarse por 18 años a una tasa de 7.36%.

Bajo la modalidad de un financiamiento de proyecto, la empresa deudora es un vehículo jurídico cuyos dueños serían la empresa uruguaya y, posiblemente, la empresa constructora, la empresa operadora y/o algún cliente que reciba un beneficio como resultado del proyecto.

El convenio de sociedad (*Partnership Agreement*) es el documento que establece al vehículo jurídico (normalmente llamado "project company") y rige la relación entre los dueños del vehículo. Este convenio también establece, entre otras cosas, los porcentajes de propiedad de cada uno de los socios y las obligaciones respectivas de cada socio de aportar capital adicional o cartas de crédito bajo ciertas circunstancias, los derechos de transferencia de la participación de cada socio, la distribución de los fondos provenientes del proyecto y la terminación del mismo.

El convenio de construcción (*Construction Agreement*) establece los términos bajo los cuales la

empresa constructora acuerda construir el proyecto. De particular importancia son las secciones relacionadas a las especificaciones a seguir en la construcción, los plazos de construcción, los niveles mínimos de calidad y las penalidades (*liquidated damages*) que deberá pagar la empresa constructora en caso de demora o calidad insuficiente.

El convenio de operación y mantenimiento (*Operation and Maintenance Agreement*, o "*O&M Agreement*") establece los términos bajo los cuales la empresa operadora deberá desempeñar su tarea como tal, los honorarios que recibirá por tal función y las penalidades que deberá pagar en caso de problemas atribuibles a su gestión.

El financiamiento de proyectos puede ser efectuado a través de un crédito sindicado o una emisión de obligaciones negociables, documentándose por medio de un convenio de crédito o un *Indenture*, respectivamente. Estos documentos normalmente incluyen *covenants* que limitan la libertad del vehículo de llevar a cabo actividad alguna que no sea la específicamente relacionada con el proyecto.

IX. OFERTA DE PARTICIPACIONES ACCIONARIAS

Una oferta de participaciones accionarias normalmente esta reservada para empresas que tienen un potencial de crecimiento significativo y que tienen necesidades de capital de por lo menos US\$75 millones. La emisión requiere ese tamaño mínimo para proveer cierto nivel de liquidez a la acción y para amortizar los gastos de la emisión, que pueden ser considerables.

Al igual que en el caso de una emisión de obligaciones negociables, la oferta puede ser privada (normalmente bajo la Regla 144A que permite vender en los Estados Unidos a inversores sofisticados sin necesidad de obtener la aprobación de la SEC) o pública, llamada "*IPO*" (*initial public offering*) lo que sí requiere la aprobación previa de la SEC e implica estar sujeto a los requisitos de información y otras obligaciones de la SEC, también descritos en la sección sobre emisión de obligaciones negociables.

El proceso de emisión es similar al descrito anteriormente para obligaciones negociables. En el caso de ofertas públicas, típicamente la empresa también se listaría en la Bolsa de Valores de Nueva York (*New York Stock Exchange*) o Nasdaq. Esto requiere aprobaciones adicionales que son mayormente complementarias a las requeridas por la SEC.

A diferencia de obligaciones negociables, cuyas características se establecen en el *Indenture*, las características de las participaciones societarias se reflejan en los estatutos sociales de la empresa. Una alternativa empleada desde principios de los años 90 para

incentivar la compra de participaciones societarias extranjeras por parte de inversores estadounidenses es la figura del Recibo de Depósito Americano (*American Depositary Receipts* o "*ADRs*"). Cada ADR representa un número específico de participaciones societarias de la empresa extranjera. El tenedor del ADR mantiene sustancialmente los mismos derechos políticos y económicos de las acciones subyacentes, no obstante que el tenedor para efectos de los registros de la empresa es un banco que actúa como depositario o el "clearing" en donde el banco depositario tiene los ADRs depositados.

La figura del ADR permite al inversor estadounidense obtener periódicamente información sobre la empresa en inglés y el pago de dividendos y otras distribuciones en dólares. Los ADRs son emitidos por medio de un convenio de depósito (*Deposit Agreement*). Este convenio establece las características del ADR, designa al banco depositario e identifica sus obligaciones y derechos. Cabe notar que el convenio de depósito no otorga a los tenedores de ADRs derechos políticos o económicos superiores al de un tenedor directo de las participaciones societarias subyacentes.

X. CONSIDERACIONES FINALES

Una vez que la empresa uruguaya determina beneficioso acceder a los mercados internacionales de capital, debe entonces determinar que modalidad de financiamiento es la más adecuada. Esta determinación deberá tomar en cuenta los siguientes factores:

- las necesidades específicas de la empresa;
- la situación y exigencias de los accionistas de la empresa; y
- la disponibilidad de los distintos productos financieros en el mercado y su costo.

Normalmente la institución financiera con la que la empresa tiene mayor relación es un buen punto de partida para orientar a la empresa con respecto a esta determinación. Sin embargo, la empresa no debe limitarse a una única institución financiera ya que esta puede ser muy capacitada para un tipo de producto pero quizás no tenga la capacidad suficiente para otros. Por lo tanto, es probable que el banquero esté más predispuesto a ofrecer los productos que mejor maneja su institución, aunque estos no sean necesariamente los más idóneos para la empresa. La transacción es muy importante para la vida de la empresa como para elegir a la institución financiera en base a una relación preexistente.

La empresa debería identificar tres o cuatro instituciones financieras y requerir a estas que presenten propuestas sobre la ingeniería financiera más apta tomando en cuenta la situación de la empresa y sus accionistas. Con esta información en mano, la empresa podrá tomar una determinación más adecuada.

Comúnmente, la empresa termina contratando al banco que presenta la propuesta que la empresa considera más acorde a sus necesidades. Cuando más de una institución financiera propone la misma estructura, la empresa decide en base a costo y/o familiaridad con la institución. También el contactar a más de una institución ayuda a crear una presión saludable sobre la cotización de las comisiones y costos de la transacción.

Si la empresa no logra despertar interés en las instituciones financieras eso es señal que quizás la empresa no está aún en condiciones de acceder a los mercados internacionales de capital o que el monto de capital al que la empresa quiere acceder es relativamente bajo. En este segundo caso, la empresa puede entrar en contacto con instituciones financieras cuyo segmento de actividad cubre operaciones de menor envergadura.

La decisión sobre qué instituciones financieras deben ser invitadas a participar puede hacerse de varias maneras. La empresa o algunos de sus accionistas de por sí pueden ya tener una relación preestablecida con algunas instituciones. En otros casos, la empresa puede haber ya sido visitada por algunas de estas instituciones. También es recomendable que la empresa consulte con sus auditores y abogados por referencias basadas en sus respectivas experiencias previas.

En transacciones de emisiones de títulos valores, es importante que los representantes de la empresa tengan presente que la institución financiera tiene un conflicto de interés intrínseco. Los banqueros que trabajan en la ejecución de la transacción (preparación de la documentación, auditoría, etc.) tienen a la empresa como su cliente. Sin embargo, el sector de ventas de la misma institución, que es la que estima el precio de la emisión en base a consultas con potenciales inversores y apoya el proceso de colocación de los títulos, ve como a sus clientes a esos inversores. Esto es natural ya que los grandes inversores son posibles participantes en todas las ofertas que la institución financiera trae al mercado, mientras que la empresa es un cliente circunstancial. Por lo tanto, es importante que la empresa mantenga un sano escepticismo sobre la información de mercado que recibe ya que los banqueros del sector de ventas tienden a buscar complacer a sus clientes, lo cual podría ser en desmedro de la empresa.

Otra consideración importante para la empresa es la elección de sus auditores. Es recomendable en todos los casos que los auditores locales estén afiliados a alguna de las grandes empresas de auditoría, ya que esto representa un sello de calidad para los potenciales inversores. Además, la preparación del folleto informativo requiere la inclusión de información financiera según lineamientos establecidos por la SEC. Por lo tanto, es imprescindible que los audito-

res tengan experiencia y conocimiento sobre estos requisitos. Por lo anterior, es virtualmente un requisito en el caso de una emisión de obligaciones negociables o participaciones societarias que la firma auditora sea reconocida internacionalmente.

La empresa también deberá contratar abogados neoyorquinos, ya que la documentación normalmente está regida por la ley del Estado de Nueva York. En la medida que ni la empresa ni sus dueños hayan tenido contactos anteriormente con estudios de Nueva York, los banqueros y los abogados uruguayos de la empresa pueden recomendar estudios a la empresa. Como condiciones mínimas, la empresa deberá cerciorarse que el estudio de abogados tenga suficiente experiencia con el producto financiero elegido y que cuente con abogados que hablen castellano. El rol del abogado es muy importante en la transacción, ya que normalmente redacta la documentación y participa activamente en la negociación de sus términos. Además, un abogado capaz y con experiencia es una fuente de consulta importante para la empresa cada vez que haya alguna duda con respecto a la función y/o sugerencias de otros actores en la transacción.

En el caso de una emisión de títulos, la empresa deberá también contratar a una imprenta para que imprima el folleto informativo. Tanto los banqueros como los abogados neoyorquinos pueden establecer el contacto entre la empresa y una imprenta confiable. Los costos de impresión pueden ser considerables, llegando a exceder el US\$1 millón. Para controlar estos costos, es importante que la empresa asegure que el proceso de preparación del folleto informativo sea eficiente. El abogado neoyorquino es la persona indicada para ayudar a la empresa con respecto a esto.

Todos estos participantes requieren que la empresa firme un mandato o carta de contratación al comienzo de la transacción. Es importante que la empresa revise con detalle estos contratos ya que podría estar comprometiéndose a más de lo que es razonable. En particular, es importante que el mandato con el banco colocador no sea firmado por la empresa hasta que sus abogados neoyorquinos hayan tenido oportunidad de revisarlo y corroborar que los términos del mismo están en línea con los estándares de la industria. Por ejemplo, no es inusual que un banco colocador busque otorgarse un período de exclusividad para llevar a cabo la transacción más largo de lo aconsejable. En otros casos, bancos colocadores se han otorgado exclusividad sobre transacciones futuras de la empresa, ya sea relacionadas con el mismo producto financiero u otro diferente. Al conceder esta cláusula, la empresa pierde todo poder de negociación para el momento de alguna transacción futura. Aún peor, la empresa podría quedar liga-

da a un banco colocador que al momento de la transacción futura quizás no tenga la capacidad o experiencia para llevarla a cabo debido a despidos, renunciaciones o cambios de enfoque internos.

Para que la transacción se lleve a cabo de la manera más eficiente y rápida, la empresa deberá asegurarse que al momento de comenzar la transacción sus estados financieros estén debidamente auditados y revisados de acuerdo al GAAP de Uruguay y en la medida que fuera necesario, al GAAP de los Estados

Unidos. También es importante que el personal ejecutivo de la empresa organice toda la documentación de la empresa con anterioridad para facilitar el proceso de auditoría legal (*due diligence*).

El acceso al capital en los mercados internacionales de capital normalmente constituye un hito importante en la historia de una empresa. Dada su importancia, es prudente que la empresa no avance en el proceso sin antes tener absolutamente claras las implicancias del mismo.