



Underwriting en Bolivia

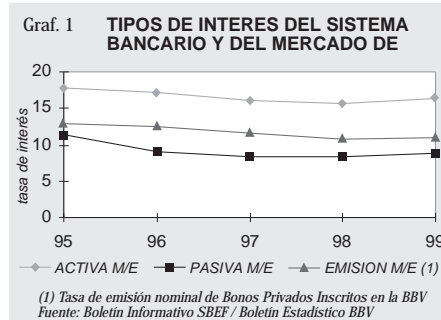
Huáscar Ajata

La teoría financiera sugiere que las empresas que buscan financiamiento deben hacerlo a largo plazo y al más bajo costo posible. Sin embargo la mayoría de nuestras empresas recurre al financiamiento indirecto a través del sistema bancario con lo que encarecen el costo de la inversión. Pero si se financian directamente a través de la emisión de títulos valores pueden obtener recursos en condiciones más ventajosas que las ofertadas por el sistema bancario. Esto debido a varios factores, entre ellos: no siempre necesitan presentar garantías hipotecarias, los plazos de amortización son más largos, el financiamiento se puede programar de acuerdo al cronograma de necesidades del proyecto que se quiere financiar. Por otra parte, este tipo de financiamiento contribuye a mejorar la imagen corporativa de la empresa.

I. Financiamiento Tradicional de la Inversión

Lo más importante para las empresas es que puede obtener recursos financieros a costos más bajos que los que se consiguen a través de los mecanismos de financiación tradicionales. El gráfico 1 nos muestra que la tasa de rendimiento de la emisión de bonos privados en la Bolsa Boliviana de Valores supera la tasa de interés de captaciones del sistema bancario pero es menor que la tasa de interés de colocaciones. Esto significa por ejemplo que los bonos largo plazo de Industria Plasmar rinden 13% anual mientras que la tasa de interés activa es de 16.3% y la tasa de interés pasiva es de 8.8%; por lo tanto esta empresa tiene un financiamiento al 13% y no al 16% mientras que los inversionistas obtienen beneficios no de 8.8% sino de 13%.

A pesar de todo esto el gráfico 2 nos muestra como el sistema bancario es el que concentra el mercado del financiamiento ya que la cartera

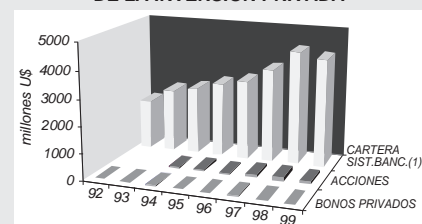


destinada al sector productivo comercio y servicios en 1999 llegó a US 4.055 millones mientras que el financiamiento directo a través de la emisión de bonos y acciones inscritas en Bolsa apenas llegaron a los US\$104 millones.

En un mercado eficiente los directivos de una empresa recogen de modo inmediato toda la información disponible y adecúan sus estrategias tratando de maximizar la riqueza de sus accionistas minimizando el costo del financiamiento. Entonces ¿Porqué nuestro empresarios no recurren al financiamiento directo? la respuesta a este cuestionante es un interesante desafío para el estudio empírico, sin embargo entre algunas hipótesis podemos mencionar de que el desarrollo incipiente del mercado de capitales condiciona la poca diversificación y liquidez de los instrumentos y un bajo nivel de cultura bursatil. Además la mayoría de las empresas tiene un estructura jurídica que les impide emitir valores o los dueños tienen el temor de perder el control de las empresas. Sin embargo uno de los limitantes más importantes es que los potenciales emisores al riesgo tienen incertidumbre respecto a si podrán colocar la totalidad de la emisión enfrentando así dos tipos de riesgos: primero no obtener los recursos planificados; segundo, la pérdida de credibilidad e imagen corporativa con la consiguiente caída del valor de mercado de la empresa.

Una reciente emisión exitosa de valores es la emisión de bonos SOBOCE III por un valor de US\$30 millones y plazo de vigencia entre 4 y 8 años. Para el proceso de estructuración y colocación de los bonos se seleccionó a la agencia de bolsa Nacional de valores S.A. que ha través de un proceso de oferta privada logró que las AFP's adquirieran por primera vez US\$24 millones en bonos, y fueron los bancos y las agencias de bolsa las que adquirieron los restantes US\$6 millones.

Graf. 2 FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA INVERSION PRIVADA



(3) Cartera del sector productivo, comercio y servicios
Fuente: Boletín Informativo SBEF / Boletín Estadístico BBV

Entonces ¿qué estrategia puede seguir un empresario mediano, con recursos limitados, sin una firma conocida? ¿cómo puede tener la certeza de que podrá vender todos los papeles emitidos?. Para eliminar esta incertidumbre del mercado el CONFIP ha aprobado el reglamento de Underwriting que garantiza a los emisores recibir el total del monto de la emisión.

El Underwriting es un mecanismo que permite a la empresa ofrecer al público títulos valor para financiar sus proyectos, utilizando para esto un intermediario que se compromete a suscribir y/o colocar parcial o totalmente la emisión, asegurándole a la empresa los fondos necesarios para realizar sus proyectos.

II. Financiación de la Inversión a través de la emisión de Valores

Primero una empresa demandante de recursos evalúa las diferentes opciones de mercado y la posibilidad de lanzamiento de una emisión. Una vez tomada la decisión, contrata a un estructurador que se encarga de la estructuración de la ingeniería financiera.

A. Estructuración de la oferta

Esta primera fase empieza con el estudio de las características de la empresa: la eficiencia de su administración, la evolución de la industria, el mercado actual y potencial. Pero sobre todo se analiza su estructura financiera, los proyectos en carpeta, las necesidades de financiamiento y la capacidad de generar ingresos.

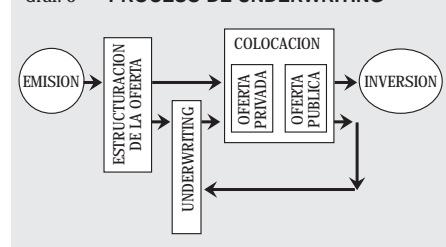
Luego el estructurador va presentando diversas propuestas a los directivos de la empresa que después de una evaluación escogieran la evaluación más competitiva y con más posibilidades de ser colocada en el mercado. Aquí se establecen las características de la oferta pública y el diseño de los títulos valores, se determina la denominación, el valor nominal, el tipo de interés, el plazo de amortización, la forma de pago y el detalle de las garantías.

El tercer paso es la presentación y hacer seguimiento de los documentos necesarios para la inscripción en el RMV, y además se debe elaborar el prospecto informativo y presentar el contrato de underwriting.

B. Underwriting

El emisor una vez estructurada la emisión elige un underwriter que suscribe y/o coloca parte o la totalidad de la emisión. El underwriter puede ser una persona jurídica nacional o extranjera o un organismo multilateral (se ha mencionado que la CAF podría ingresar en este proceso). Pero como una operación de underwriting implica un alto riesgo de pérdida de capital si una sola empresa suscribe el contrato; El underwriter puede formar un grupo de capitalistas para suscribir la emisión y así distribuir el riesgo. Esta unión de couterwriters debe designar al líder (lead manager) que es quien maneja la negociación y el responsable del cumplimiento del contrato.

Graf. 3 PROCESO DE UNDERWRITING



Hay varias formas por medio de las cuales el underwriter puede colocar en el mercado las emisiones:

Underwriting en firme. Es cuando el underwriter accede a comprar la totalidad de la emisión en forma inmediata al emisor, a un precio establecido (aunque no llegue a vender la totalidad a los inversionistas) y luego se encarga de colocar los títulos en el mercado por su cuenta y riesgo, es decir financia directamente al emisor.

Underwriting Garantizada. Se procede a la venta de la emisión y el underwriter garantiza que la colocación se hará en un plazo determinado, al cabo del cual el mismo suscribe los valores que no fueron colocados.



Underwriting Al Mejor Esfuerzo. El underwriter accede únicamente utilizar toda su experiencia para vender los valores que pueda colocar en el mercado sin el compromiso de comprar o suscribir el remanente de valores no colocados en el mercado.

C. Colocación

En esta fase se pone en acción toda la fuerza de mercadotecnia del colocador (seller), que es una agencia de bolsa que se encarga de la venta y distribución de los valores.

Esta colocación puede hacerse a través de dos mecanismos; primero, la oferta privada a través del mercado gris (when issued) que es el mercado en el que la emisión del activo se compra y se vende antes de iniciarse el proceso de oferta pública. Las agencias de bolsa tienen una base de clientes inversionistas (al detalle e institucionales) a quienes vende los títulos a través de una oferta privada. Tras la colocación de las emisiones en el mercado gris se hace la oferta pública de la emisión en el mercado primario que es donde se vende por primera vez la emisión.

III. Conclusión

El underwriting es un mecanismo que permite incentivar el desarrollo del mercado de capitales asegurando la emisión y garantizando a las empresas los recursos, permitiendo a las empresas acceder a una fuente de financiamiento a largo plazo, rápido seguro y a bajo costo.

A través de éste mecanismo se puede profundizar el mercado bursátil a largo plazo y se puede generar una serie de instrumentos que permitan a los inversores diversificar su cartera. Pero un freno para el desarrollo de este instrumento es la mentalidad cortoplacista del mercado financiero, la predominancia de los instrumentos de renta fija y además que se precisa del desarrollo de una poderosa banca de inversión y de entidades financieras que estén dispuestas a asumir mayores riesgos en la colocación de bonos o acciones ■