

4, 5 y 6 de Septiembre de 2016

Ingreso a la oferta pública en LATAM: una perspectiva desde los emisores

por Marcelo F. Kozak



Agenda

1. Introducción
2. Cómo están hoy los principales mercados de LATAM
3. Algunas preguntas que intentaremos responder
 - 3.1 “Drivers” de decisión de estructuras de financiación empresarial.
 - 3.2 Convertir al mercado de capitales en el servicio financiero “*top of mind*” de CFOs en LATAM.

Las opiniones y conclusiones contenidas en esta presentación son de exclusiva responsabilidad de su autor y por lo tanto no reflejan las opiniones ni posturas de las organizaciones empresarias, profesionales y/o académicas en las cuales se desempeña.


Introducción

Una mirada del mercado desde los ojos del emisor

El sesgo de esta presentación se basa en más de 25 años de experiencia profesional íntimamente ligada a empresas cotizadas en Argentina y el exterior.

◆ Participación en la **Initial Public Offering (IPO) de YPF S.A. (1992)**. Privatización de la principal compañía argentina con registración en BCBA y NYSE por U\$S 2.500MM. Fue la operación financiera más importantes de América Latina hasta ese momento.



◆  **Telecom Argentina S.A.**: cotizada en 1992 en BCBA (TECO) y desde 1994 en NYSE (TEO).

◆ Participación en la exitosa **reestructuración de deuda financiera de Telecom Argentina por U\$S3.200 MM y Telecom Personal por U\$S700 MM**. Deuda totalmente cancelada a Octubre de 2009.

Capitalización bursátil
Ago/16 : U\$S 3.544MM
x Ventas : 0,9
x EBITDA : 3,4
Floating : 45,23%
ADS-NYSE: 14,75%

◆ Vicepresidente 2do de la **Cámara de Sociedades Anónimas** y Coordinador del Consejo Consultivo de Asuntos Contables y para la Oferta Pública => Los socios de la CSA **representan más del 95% de la capitalización bursátil en BCBA (U\$S 53.000MM al 31/12/2015)**.



◆ Miembro titular del Consejo de Normas de Contabilidad y Auditoría de la Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas y **participa de forma activa de la implementación de NIIF en la República Argentina**.

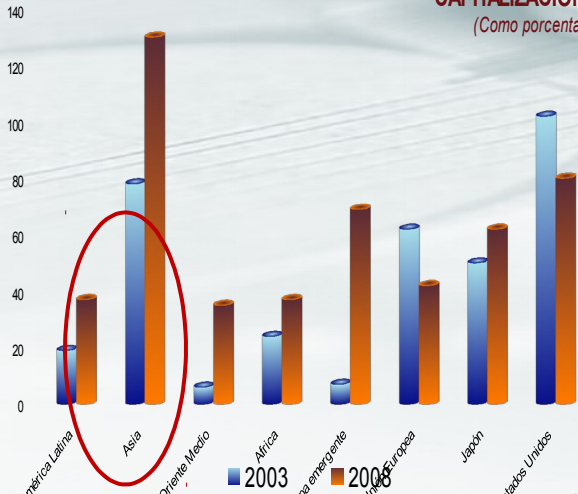


Cómo están hoy los principales mercado de LATAM

Basado en Informe CEPAL – Nov. 2010 (*)

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL

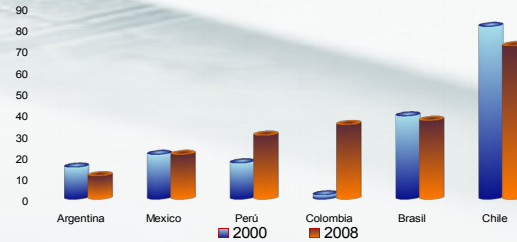
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de Fondo Monetario Internacional, Global Financial Stability Report, Varios números.

AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2006

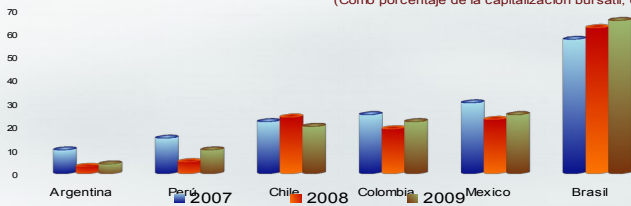
(En porcentaje)



Fuente: World Federation of Exchanges database.

AMÉRICA LATINA, PAÍSES SELECCIONADOS: COEFICIENTE DE ROTACIÓN EN LOS MERCADOS ACCIONARIOS, 2006

(Como porcentaje de la capitalización bursátil, en porcentaje)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base del World Federation of Exchanges database.

“La gran mayoría de los países de la región exhibe un bajo grado de profundización del mercado accionario, las nuevas emisiones son pocas y en general la liquidez es baja, lo que limita significativamente esta vía de financiamiento de la inversión.”

(*) Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo .-Sandra Manuelito / Luis Felipe Jiménez -.

Mercados de acciones

- ◆ Estructura familiar del control y resistencia a abrir el capital a inversionistas externos.
- ◆ Altos costos de emisión de títulos.
- ◆ Débil protección al accionista minoritario, débil control de operaciones con partes relacionadas, etc.
- ◆ Límites a la participación privada/extranjera en ciertas áreas de la economía.
- ◆ Prácticas y normas de contabilidad y divulgación financiera insuficientes en relación a los estándares definidos por las mejores prácticas internacionales.
- ◆ Falta de independencia de las auditorías externas.
- ◆ Ausencia de esquemas que favorezcan la apertura de empresas medianas (capital de riesgo).

Mercados de bonos

- ◆ Altos costos al momento de efectuar emisiones por mayores pagos en concepto de impuestos.
- ◆ Pequeña escala de los mercados locales que no permite la generación de ganancias por economía de escala.
- ◆ Insuficiente infraestructura de trading, custodia y liquidación (*smallness trap*).
- ◆ La normativa legal de quiebra es más compleja y contempla plazos muy mayores en comparación con estándares internacionales.
- ◆ En algunos países el sector público absorbe un porcentaje probablemente excesivo del ahorro financiero disponible (“*crowding out*”).
- ◆ Existencia de un limitado desarrollo de agentes de ahorro institucional que pone un freno a la cantidad de recursos disponibles y a la rotación de estos en los mercados locales. Excepciones son Brasil y Chile.

Cuáles son los “drivers” de decisión de los CFOs/ Directorios /Accionistas para definir la estructura financiera de las empresas en LATAM

El “costo de la financiación” es el elemento central que puede descomponerse en :

a) Costo del financiamiento

k_d = tasa de interés (all in) para deuda.

k_e = tasa de retorno esperada por accionistas (incluye política de dividendos).

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times k_e + \frac{D}{E + D} \times k_d (1-t)$$

Grado de “ajuste” a reglas de buen gobierno corporativo

- <= Administrado internamente
- <= Covenants de préstamos financieros
- <= Fuertes regulaciones de bolsas y reguladores

b) Costo de cumplimiento regulatorio / contractual

- Menor => Autofinanciación /deuda con proveedores = (“tipo” 1)
- Medio => “tipo” 1 + deuda bancaria = (“tipo” 2)
- Alto => “tipo” 2 + mercado de capitales

c) Monto, plazo y naturaleza de la operación a financiar

El mercado de capitales requiere montos elevados de operaciones para absorber los costos de emisión (economías de escalas).

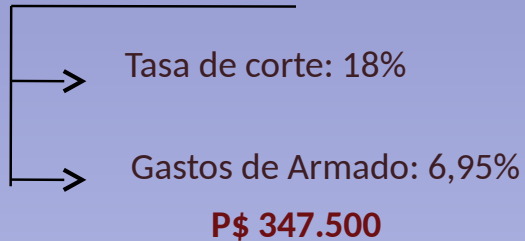
ON Pyme – Estructura de Costos en la República Argentina

Un ejemplo de efecto de economía de escalas

Plazo = 1 año - Cifras expresadas en pesos argentinos (P\$)

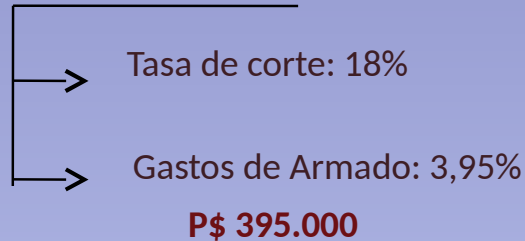
P\$ 5 millones

CFT 24,95%



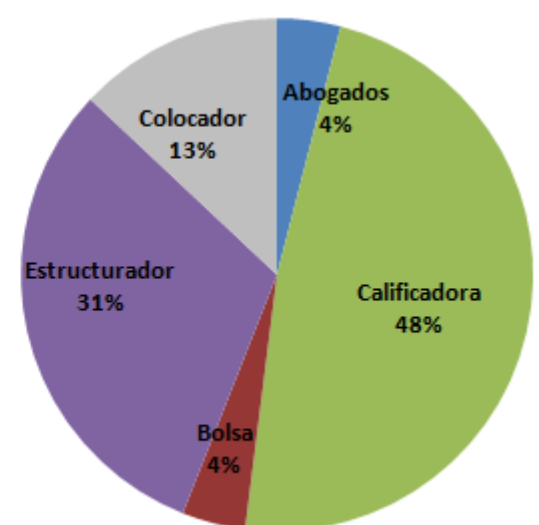
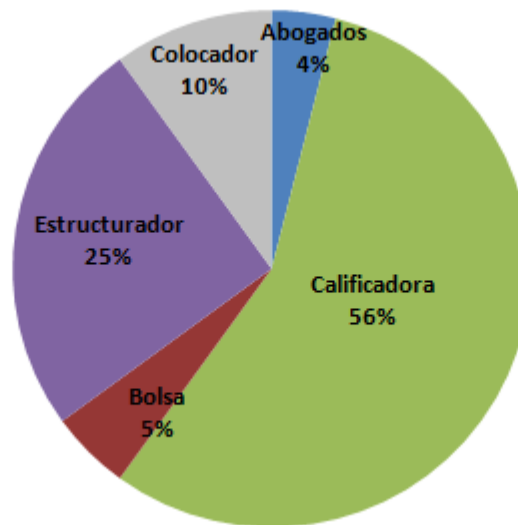
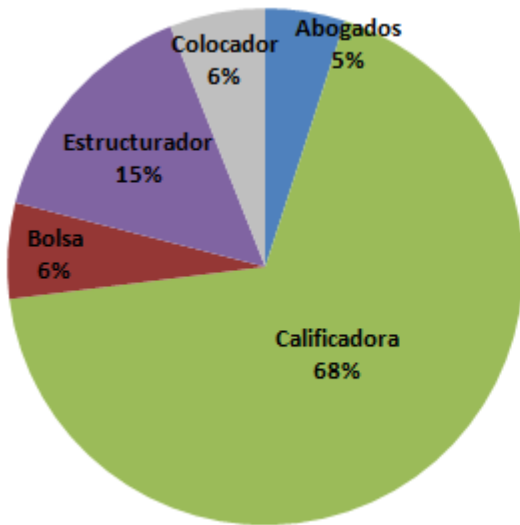
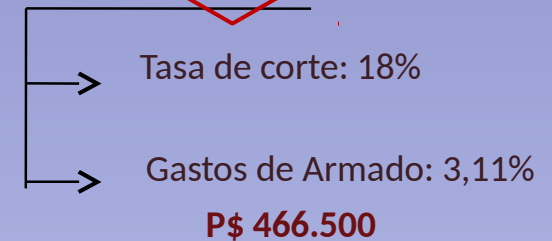
P\$ 10 millones

CFT 21,95%



P\$ 15 millones

CFT 21,11%



Benchmark
préstamo
bancario

22%

22%

22%

Algunas propuestas

- ◆ **Simetría fiscal** entre **productos de mercado de capitales** y productos bancarios / deuda pública. Administración de “*crowding out*”. Incentivar competencia entre bancos y mercado de capitales, reconociendo importancia de complementariedad de ambos sectores.
- ◆ **Equiparación de beneficios fiscales de deuda y capital** (deducción de intereses de préstamos y de **intereses de préstamos del capital propio emitido**).
- ◆ **Segmentación del mercado de emisores:**
 - Empresas con **proyección internacional** y adhesión voluntaria de mejores prácticas alineadas con estándares internacionales y facilidades para **emisiones simultáneas local e internacional**.
 - Empresas **domésticas** con adhesión a prácticas internacionales simplificadas.
- ◆ **Requerimientos de información financiera:**
 - Facilitar la adopción local de estándares internacionales. Ej: NIIF para EEFF y NIA para auditoría de EEFF.
 - Para empresas locales, adopción internacional simplificada. Ej: NIIF para PyMEs.
- ◆ **Reducción de costo de cumplimiento regulatorio - Simplificación de régimen informativo:**
 - Difusión exclusiva de balances consolidados para grupos económicos.
 - Presentación de 1Q y 3Q a través de “Reseña Informativa Consolidada” sin revisión de auditor externo.
 - Presentación de 1H con “Reseña Informativa Consolidada” + EEFF con “*limited review*”.
 - Presentación FY + Reseña / Memoria Anual con “*full audit*”.
 - Eliminación de presentación de EEFF de subsidiarias y asociadas.
 - Incentivo a presentación de información proyectada y metas de negocio.
 - Régimen de hechos relevantes enfocado a temas “sustanciales”.

Convertir al mercado de capitales en el servicio financiero “top of mind” en LATAM



- ◆ Promoción de **buenas prácticas de transparencia y buen gobierno corporativo** mediante **competencia anual de Informes Financieros** (Memoria / Balance / Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo) => calificación de cada emisor por jurado profesional => creación de un “**Mercado de la información del emisor**” => mediano plazo reduce costos de financiación, mejora transparencia y gobierno corporativo.
- ◆ Desarrollo de **procesos de control de calidad de las firmas de auditoría externa** patrocinado por bolsas y reguladores, que garantice independencia y aumente confianza de inversores.
- ◆ Desarrollo de **productos financieros con cotización simples**, respaldados por bolsas y monitoreados por reguladores (fideicomisos, cheques de pago diferido, pagarés, etc.).
- ◆ Desarrollo de **Inversores Institucionales locales** que brinden profundidad y liquidez al mercado doméstico.
- ◆ **Educación financiera** de ahorristas e inversores individuales. Beneficios fiscales a quienes canalicen ahorros en instrumentos del mercado de capitales [o al menos con similares condiciones tributarias a títulos públicos].
- ◆ **Promover un sistema legal y de administración de justicia** que garantice el respeto de los derechos de los inversores individuales del mercado de capitales domésticos.
- ◆ **Evaluación de conveniencia de mercados regionales/integrados** para reducir costos de transacción de emisores/inversores y poder competir/cooperar con grandes centros financieros (NYSE, Londres, Tokio, Suiza, etc.).
- ◆ “**No copiar y pegar**” regulaciones complejas de países desarrollados para regular empresas sólo locales, sin análisis previos de compatibilidad legal.

Conclusiones

- ◆ Se requiere el **trabajo mancomunado del sector público y privado** para que se revisen las regulaciones vigentes para lograr un mayor desarrollo de los mercados de capitales de LATAM.
- ◆ Por su naturaleza, el mercado de capitales es la mejor herramienta que los países y sus empresas poseen para **obtener financiación de largo plazo de las inversiones que LATAM necesita para lograr convertir el crecimiento en desarrollo económico sostenible de la región, los países que la integran y su gente.**

MUCHAS GRACIAS !

Contacto:

Mail: mkozak@ta.telecom.com.ar

Tel: (54)11-4968-3835/75