

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 **participante activo de la implementación de NIIF en la República Argentina**.



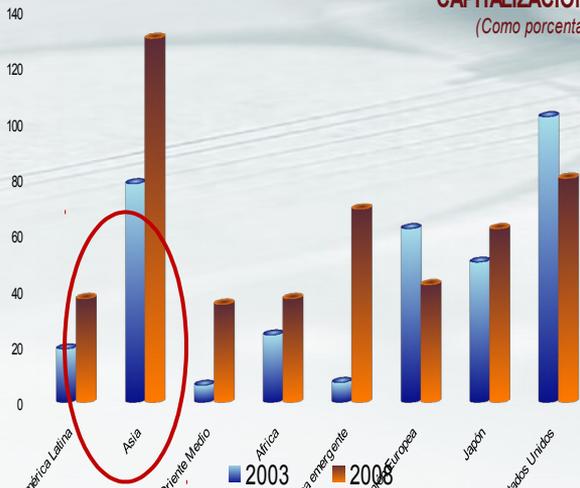
# Cómo están hoy los principales mercado de LATAM

Basado en Informe CEPAL – Nov. 2010 (\*)



## CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL

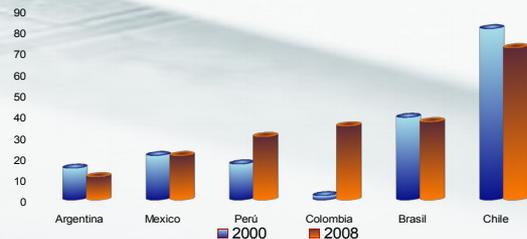
(Como porcentaje del PIB)



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

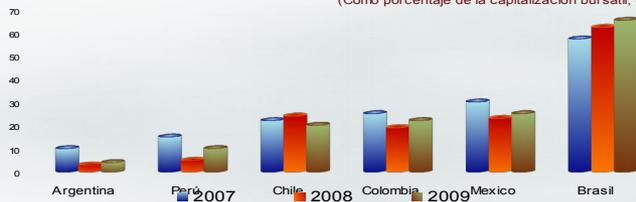
(En porcentaje)



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.”*

## ***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

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

<= Administrado internamente

<= Covenants de préstamos financieros

<= Fuertes regulaciones de bolsas y reguladores

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).

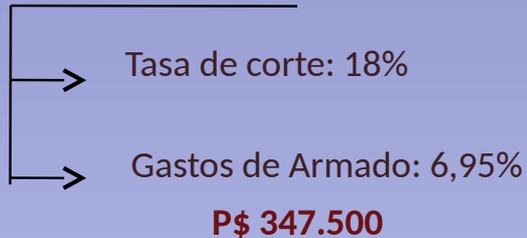
# ON Pyme – Estructura de Costos en la República Argentina

## Un ejemplo de efecto de economía de escalas

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

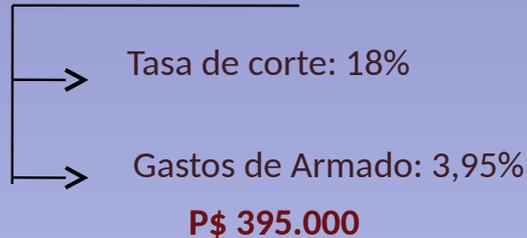
P\$ 5 millones

CFT 24,95%



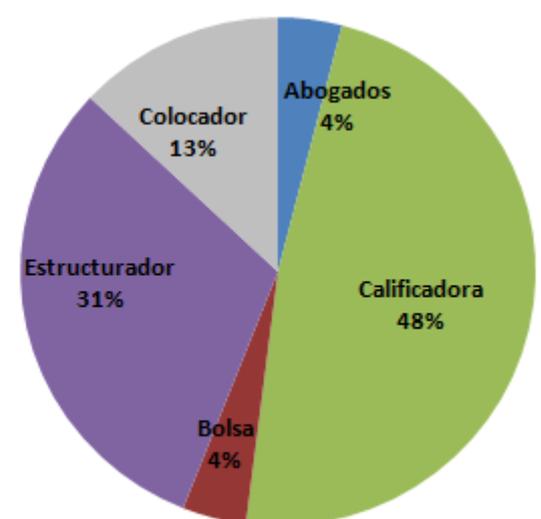
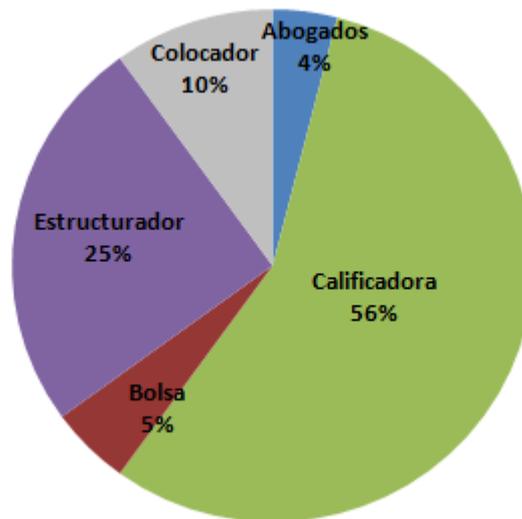
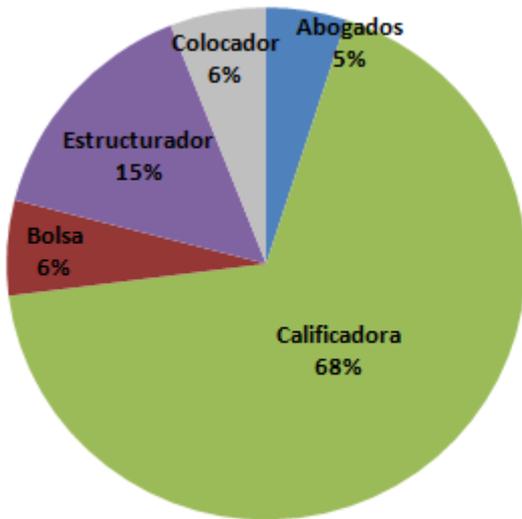
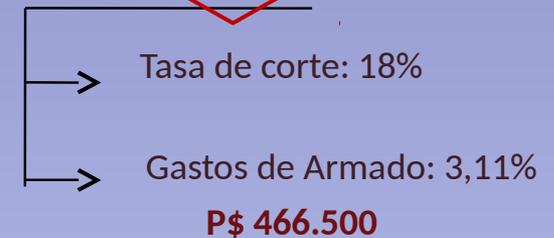
P\$ 10 millones

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](mailto:mkozak@ta.telecom.com.ar)**

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