

El mercado de valores, una alternativa real de financiamiento

En el cuadro que se muestra a continuación se resumen las características más relevantes de algunas de las emisiones de bonos realizadas por importantes empresas nacionales en los últimos tres años.

Características	SOBOCE S.A	Hidroeléctrica Boliviana S.A.	AMETEX S.A.	Transredes S.A. (2da. Emisión)	FANCESA	Gravetal Bolivia S.A.
Monto (US\$)	30,000,000	65,000,000	20,000,000	75,000,000	6,000,000	10,000,000
Series que la componen	5	2	5	1	3	2
Plazo	Entre 4 y 8 años	12 años	Entre 3 y 6 años	8 años	Entre 3 y 5 años	Entre 4 y 5 años
Fecha de emisión	28-Abr-00	20-Abr-01	7-Sep-01	17-Sep-01	16-Nov-01	15-May-02
Período de gracia para comenzar a amortizar capital	6 meses	3 años y medio	3 años	8 años	3 años	4 años
Forma pago de capital	pagos parciales	pagos parciales	al vencimiento	al vencimiento	al vencimiento	al vencimiento
Forma pago intereses	cada 180 días	cada 180 días	cada 180 días	cada 180 días	cada 180 días	cada 180 días
Tasa de interés*	Entre 10,20% y 10,80%	11,00%	Entre 9,75% y 11%	11,00%	Entre 10% y 10,50%	Entre 8,25% y 8,75%
Garantía	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria
Calificación de riesgo**	A1	A2	A1	AA2	A2	A1

* Dependiendo del plazo de cada una de las series que componen la emisión

** Otorgada al momento de la emisión de los bonos

Estas emisiones de bonos, que han sido colocadas en su integridad, se constituyen en hechos reales y concretos que demuestran las condiciones favorables de financiamiento que las empresas pueden obtener a través del mercado de valores nacional, representado por la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

En todos los casos se trata de emisiones por montos importantes, con plazos de mediano a largo, a tasas de interés atractivas (menores a las que pueden obtener en el sector bancario), sin garantías reales (únicamente los flujos futuros de las empresas) y condiciones de pago establecidas según las necesidades y capacidad de pago de los emisores y no según las posibilidades de los financiadores, lo que ha permitido que las calificaciones de riesgo de estas emisiones sea A2 o superior. Es importante recordar que la calificación de riesgo mide la capacidad y voluntad de un emisor para cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones financieras, por lo que, a mayor plazo de financiamiento, mejores condiciones para amortizar el capital y mayores períodos de gracia, las empresas emisoras contarán con mejor capacidad para cumplir con sus obligaciones y, en consecuencia, obtendrán una mejor calificación de riesgo.

Un principio básico de las finanzas empresariales es que las condiciones de financiamiento de los recursos que se utilizan para invertir en un negocio deben tener relación con las características particulares de ese negocio y con la estrategia de desarrollo a ser implementada. Esto quiere decir que una empresa que está en una industria competitiva de mercado reducido, como es el caso de la mayoría de los sectores en nuestro país, y requiere de varios años para introducir y desarrollar su producto en el mercado y, en consecuencia, para recuperar la inversión realizada en maquinaria, plantas, infraestructura de distribución, etc., debiera financiar esa inversión por lo menos al mismo plazo y condiciones en que estima va a recuperar la misma.

Si una empresa que se desempeña en una industria de las características mencionadas financia su inversión con poco aporte de capital de los accionistas y elevado endeudamiento a un plazo inferior al que va a recuperar ésta, lo que es el caso de la mayoría de las empresas nacionales, indudablemente existe una alta probabilidad de que no pueda cumplir con las obligaciones financieras contraídas. Por otra parte, estructuras de financiamiento como la mencionada llevan a que los ejecutivos centren sus esfuerzos en lo urgente, es decir, en la generación de flujos a como dé lugar para cumplir con sus obligaciones, distrayéndolos de lo importante, que es la gestión del negocio y el diseño e implementación de estrategias que permitan el desarrollo del mismo a largo plazo.

En el mercado de valores las empresas pueden obtener condiciones de financiamiento que se adecuan a sus necesidades y posibilidades porque en él participan como inversionistas los fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida que por el destino de los recursos que administran (pago de rentas de jubilados y pago de rentas a beneficiarios en caso de fallecimiento del asegurado, respectivamente) pueden y de hecho deben invertirlos a largo plazo en valores (acciones, bonos, pagarés, etc.) que las empresas emiten para obtener financiamiento.

En el mercado de valores, el inversionista o ahorrista, asesorado por un agente de bolsa, decide por voluntad propia en qué empresas va a invertir sus ahorros, adquiriendo en bolsa los valores (bonos, acciones, etc.) emitidos por la empresa de su interés. En consecuencia, es el propio inversionista o ahorrista quien asume el riesgo asociado con los valores y la empresa emisora de estos. Para ello es necesario que los inversionistas cuenten

con información suficiente, confiable y oportuna respecto de los valores disponibles en el mercado y sus emisores. Así podrá evaluar el riesgo asociado a los mismos y tomar una decisión de inversión acorde con el riesgo que desea asumir y la rentabilidad que espera obtener.

En este sentido, existen tres condiciones fundamentales que las empresas deben reunir para obtener financiamiento a través del mercado de valores y que también inciden en la calificación de riesgo. La primera es que el proyecto (empresa) que se desea financiar sea viable. La segunda es que la empresa cuente con una adecuada capacidad de gestión o administración. Y la tercera es que la empresa proporcione permanentemente información suficiente, confiable y oportuna (transparencia) respecto de su situación financiera, legal, administrativa y comercial, de tal manera que los inversionistas puedan hacer un constante seguimiento a la misma y puedan, así, tomar decisiones adecuadas de inversión.

A pesar de las evidentes ventajosas condiciones de financiamiento que las empresas pueden obtener a través del mercado de valores nacional, apenas 16 empresas se están financiando en la actualidad mediante la emisión de bonos y/o pagarés y una sola empresa ha emitido públicamente acciones para incrementar su capital. Las razones por las cuales las empresas nacionales no acuden al mercado de valores para obtener financiamiento están directamente relacionadas con la carencia de alguna de las tres condiciones mencionadas, pero fundamentalmente con la falta de transparencia.

Quienes consideran que no ser transparentes les trae beneficios debieran ser conscientes que también les ocasiona importantes costos. Considerando las características y situación de la economía del país, así como la situación por la que atraviesan la mayoría de las empresas nacionales, entre otros factores, por las inadecuadas estructuras de financiamiento que tienen, resulta conveniente y oportuno que los propietarios y ejecutivos de las empresas evalúen si los supuestos beneficios de no ser transparentes son realmente superiores a los costos que deben asumir por ello, como poder acceder a financiamiento a largo plazo, menores tasas, condiciones de pago más flexibles, menores garantías y, en general, en condiciones que se ajustan a las necesidades y posibilidades de pago de las empresas.

Armando Álvarez Arnal

Analista económico y financiero, actualmente Gerente General de la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

La Paz, noviembre de 2003
