

FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO

FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO. EVALUACIÓN DE ACCIONES COMUNES, ACCIONES PREFERIDAS Y BONOS COMO FUENTES DE FINANCIAMIENTO. LA TOMA DE DECISIONES SOBRE ESTOS FINANCIAMIENTOS. LA CADENA DEL VALOR. OTROS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO VIA CAPITAL.

INTRODUCCIÓN

Referirse al Financiamiento a largo plazo es referirse a Financiamiento a empresas en crecimiento. Existe una relación directa entre el crecimiento de una empresa con la necesidad de financiamiento a largo plazo, ya que lleva a pensar en la necesidad de adquisición de activos fijos como soporte básico de dicho crecimiento.

Por medio del Presupuesto de Efectivo o Flujo de Caja proyectado, la empresa detecta la necesidad de financiamiento. A través de este instrumento se determinan los puntos en los cuales los desembolsos superan a los ingresos, presentándose una situación de déficit. Si tal desbalance es por períodos cortos, puede ser manejado con los diversos mecanismos de financiamiento a corto plazo, pero cuando los plazos de estos desajustes son mayores a un año, la situación se vuelve más compleja, ya que se debe acudir al Mercado de Capitales, donde las decisiones a tomar tienen mayor importancia por las consecuencias que puedan traer. Dependiendo si el déficit es temporal o permanente, se debe decidir acerca de cómo y dónde obtener fondos entre fuentes privadas y mercados públicos, a menos que internamente tenga mecanismos para generar los recursos requeridos.

El financiamiento interno implica utilización de los fondos generados en la operación, la creación de fondos especiales, la capitalización de utilidades retenidas o disposición de activos improductivos, mientras que el financiamiento privado representa fondos obtenidos directamente de instituciones financieras como bancos, empresas de seguros, instituciones públicas o privadas, etc. El financiamiento público implica la oferta de valores, donde entra en juego el mercado de capitales, o más propiamente el mercado de valores, donde la empresa, directamente o a través de intermediarios, va a la caza del caudal de ahorro del público, para utilizarlo como financiamiento de su déficit.

Dentro del desarrollo económico de cualquier sociedad moderna, surgen los mercados financieros como resultado de la distribución de los ingresos que realicen las personas, naturales o jurídicas, generando unidades superavitarias y unidades deficitarias que en definitiva ofertarán instrumentos financieros a ser intercambiados por dinero. Dependiendo del plazo de tales instrumentos, los mercados financieros se clasifican en mercados a corto plazo (mercado monetario) y mercados a largo plazo (mercado de capitales).

Esto nos lleva a aclarar que, aun cuando los términos "Mercado de Capitales" y "Mercado de Valores" se usan como si fueran sinónimos, existe entre ellos una gran diferencia. Se define el Mercado de Capitales como aquel en donde se negocian títulos y / o contratos, públicos o privados, a mediano y largo plazo. El Mercado de Valores incluye todos los instrumentos, de corto o largo plazo, que sean emitidos en masa, distribuidos en forma pública, que posean iguales características y que otorguen los mismos derechos dentro de su clase.

En este TOPICO se examinarán, en primer lugar, los instrumentos de financiamiento a largo plazo, representados por valores (anteriormente denominados títulos valores); es decir, financiamiento a largo plazo dentro del mercado de valores. En los últimos años, en Venezuela, este mercado ha estado encaminado hacia una etapa de un crecimiento sustancial, donde la promoción del ahorro interno, la participación ciudadana y las oportunidades de inversión jugarán un rol importante. Esto solo es posible si se conjugan una serie de factores tales como: nuevas ofertas públicas de acciones de empresas a ser privatizadas, la creación de los Fondos de Pensiones, el crecimiento de los Fondos Mutuales y, en general, el mayor desarrollo de las Entidades de Inversión Colectiva, captando ahorros del público e invirtiéndolos en el mercado de valores.

En segundo lugar, se presentan otros mecanismos de financiamiento, por la vía del Patrimonio, es decir, la incorporación de nuevos inversionistas (accionistas), aun cuando no se haga necesariamente por medio de la oferta pública.

FUENTES E INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO:

Aun cuando, como ya señaló, el objeto de este TOPICO es examinar los títulos a largo plazo, en el mercado de valores, se presentan a continuación las fuentes e instrumentos de financiamiento a largo plazo, y la forma en que ellos se saldan, en caso de liquidación de una empresa.

Una primera fuente de recursos es interna. Como su nombre lo indica son fondos provenientes de las propias disponibilidades de la empresa, sin necesidad de recurrir a terceros. Dentro de estas fuentes de financiamiento podemos mencionar las siguientes:

- Generación de flujos de efectivo: comprende la utilización de los fondos generados por la operación ordinaria de la empresa, para financiar su crecimiento. Es un mecanismo que proporciona recursos muy limitados y puede ocasionar altos niveles de riesgo.
- Creación de fondos especiales: es una variante del anterior mecanismo, solo que los fondos se van acumulando por varios períodos, para ser utilizados en proyectos específicos.
- Capitalización de utilidades no distribuidas: en esta situación la empresa opta por pagar dividendos en acciones, en vez de hacerlo en efectivo. Este mecanismo provee recursos pero no fondos, pero al restringir el reparto de utilidades, permite el mayor uso del apalancamiento financiero.
- Disposición de activos no productivos: durante la vida de empresa, algunos proyectos se abandonan, otros se redimensionan o simplemente algunos activos se mejoran, dejando activos inactivos, que pueden ser utilizados por otras empresas.

Una segunda fuente es de carácter externo, es decir, recurrir a terceras personas para la obtención de fondos para el financiamiento del crecimiento. Esta fuente puede ser de gestión privada o de gestión pública.

- El financiamiento mediante gestión privada esta representado por fondos provenientes de un grupo reducido de instituciones, públicas o privadas, tales como las instituciones financieras (bancos comerciales, de inversión o universales, etc.), compañías de seguros, fondos de ahorros, fondos de pensiones, entes gubernamentales, y otros, a través de los cuales solo se adquieren fondos mediante pasivos financieros (prestamos u otros instrumentos de financiamiento), con o sin garantía mobiliaria o inmobiliaria. Esta modalidad será analizada en el TOPICO 12
- El financiamiento mediante gestión pública implica la utilización del mercado abierto para la captación de fondos, bien sea por la vía de pasivo o de patrimonio. Para ello, la empresa utiliza instituciones intermediarias (agentes de colocación, agentes vendedores, bancos de inversión, corredores públicos de valores, casas de corretaje, etc.) e instituciones de apoyo (contadores públicos, asesores de inversión, calificadoras de riesgo, etc.).

Principales Instrumentos de Financiamiento Externo

MEDIANTE PASIVOS	MEDIANTE CUASI CAPITAL	MEDIANTE CAPITAL O PATRIMONIO
Bonos quirografarios	Acciones preferidas	Acciones comunes
Bonos hipotecarios	Deuda subordinada	Derechos
Bonos prendarios		
Préstamos con garantía inmobiliaria o mobiliaria		
Arrendamiento financiero		

En caso de liquidación de la empresa el orden de prioridad de pago será la que se muestra anteriormente (pasivo, cuasi-capital, capital). En el caso del pasivo, los que tienen garantía hipotecaria tienen prioridad sobre aquellos que no lo tienen.

BONOS U OBLIGACIONES

Como antes se mencionó, por medio del Presupuesto de Efectivo o Flujo de Caja proyectado, la empresa detecta la necesidad de financiamiento. Ahora bien, si los desajustes que muestra ese Presupuesto de Efectivo son mayores de un año, pero son de carácter temporal; es decir, se observa que en el transcurso de un número finito de años la empresa deja de ser deficitaria, lo lógico es emitir instrumentos de deuda a mediano largo plazo, categoría en la cual caen los bonos u obligaciones. La lógica radica en que los accionistas mantienen el control del negocio, porque como veremos más adelante, este tipo de instrumento no otorga beneficios administrativos a su tenedor. También es bueno mencionar que los intereses que generan los bonos u obligaciones son deducibles ciento por ciento del Impuesto sobre la Renta.

Los bonos u obligaciones son un préstamo a largo plazo, en donde el propietario (tenedor) del bono, es decir, el que compra el bono (prestamista / inversionista), ha dado en préstamo una cantidad determinada de dinero al emisor, una corporación o un gobierno (deudor / prestatario) y espera que se le devuelva el préstamo con los correspondientes intereses, en un período determinado.

En Venezuela, la emisión de bonos u obligaciones está restringida a sociedades, quizás más específicamente a las Sociedades o Compañías Anónimas. Aunque la Ley de Mercado de Capitales no lo señala expresamente, cuando dice que su emisión debe ser aprobada por una Asamblea de Accionistas, con un quórum no menor al 75%, por mayoría simple, salvo que los estatutos de la sociedad exijan un quórum o mayoría superior, solo se puede estar refiriendo a este tipo de sociedad. Pueden ser nominativos o al portador, negociables o no negociables, pueden ser convertibles en acciones o en otro instrumento de deuda, a opción del tenedor, si tal condición ha sido

contemplada en su prospecto de emisión. Todas las emisiones de este tipo de instrumento requieren la designación de un representante común de los obligacionistas

TIPOS DE BONOS

- **Bono Sin Garantía (Quirografario).** Las consideraciones fiscales y la gran incertidumbre acerca del nivel de las utilidades futuras de la empresa han generado formas especiales de financiamiento no garantizado. Un Bono No Garantizado no constituye un gravamen sobre la propiedad específica como garantía colateral para la obligación. De manera tal, que los tenedores de bonos no garantizados son acreedores generales cuyo derecho se encuentra protegido por la propiedad que no haya sido cedida en garantía de alguna otra manera. Desde el punto de vista del emisor, la ventaja de este tipo de bono consiste en que la propiedad permanece sin ningún gravamen para financiamientos posteriores. Sin embargo, en la práctica, el uso de este tipo de bono depende de la naturaleza de los activos de la empresa y de su fuerza general de crédito.
- **Bono Garantizado:** es una obligación garantizada por un derecho hipotecario o hipoteca o por otra entidad. En el primer caso, como se menciona mas adelante, la hipoteca debe ser por una y media veces el monto de la emisión. En el segundo caso, la garantía depende de la capacidad financiera del avalista para satisfacer los términos de la deuda o de la garantía.
- **Bonos con garantía de prenda o prendaria:** algunas compañías no poseen activos fijos o tienen alguna restricción para otorgar hipotecas en garantía. En vez de esto, estas empresas pueden ofrecer bienes muebles, usualmente valores de otras compañías que tienen en cartera. Este tipo de obligaciones se les conoce también como Bonos Fiduciarios, porque los bienes muebles dados en garantía usualmente se convierten en un activo subyacente de una operación de fideicomiso.
- **Bonos Intercambiables y Convertibles:** son obligaciones convertibles en otros valores (otras obligaciones, acciones comunes o preferidas, títulos de participación, etc.) o bienes, en los términos, condiciones y precios fijados por el ente emisor en el prospecto de emisión.

Sea cual sea el tipo de bono u obligación, su prospecto de emisión debe incluir, además de toda la información relativa a la empresa emisora, las garantías, etc., lo relacionado con el monto de la emisión, sus características generales, intereses, vencimiento, planes de rescate (ordinarios y extraordinarios), destino de los fondos, calificaciones de riesgo y designación del Representante Común de los Obligacionistas.

Monto: el monto máximo de las obligaciones es de una y media veces el patrimonio, en el caso de obligaciones quirografarias o hipoteca por una y media veces el monto de la emisión, en el caso de obligaciones hipotecarias o prendarias. Una vez definido el monto máximo, se suele dividir en grupos o series de diferentes valores nominales.

Intereses: lo normal es una tasa de interés variable, revisable periódicamente, pagadera, mediante cupones que se encuentran anexos al título, por meses o trimestres vencidos. Los parámetros normalmente se establecen con base en un porcentaje sobre la tasa de interés activa de varias Instituciones Financieras.

Vencimiento: varía entre tres y siete años, con amortizaciones trimestrales o semestrales o un solo pago al vencimiento.

Planes de rescate: el rescate o redención de las obligaciones puede hacerse por sorteo o por cupones, en forma ordinaria o extraordinaria, total o parcialmente.

Es por sorteo cuando se prevé que en cada fecha de redención se hará un sorteo público para decidir los bonos u obligaciones que han de ser redimidos. En estos sorteos, que deben efectuarse en la sede principal del domicilio de la entidad emisora, participan obligatoriamente, la empresa emisora, el Representante Común de los Obligacionistas, un representante de la Comisión Nacional de Valores, y un Notario Publico, que dará fe de lo sorteado. Aun cuando la modalidad de sorteo se decide en el mismo acto; por lo general en primer lugar se forma un número mediante bolas de bingo, el cual será el número de la primera obligación sorteada, y el cual se conoce como número base, o simplemente base. A continuación se saca un número del 1 al 0 (el 0 representa el 10) que se considera como la "razón" de una progresión aritmética. Esta razón se irá sumando al número base, hasta obtener el número total de obligaciones sorteadas.

Es por cupones cuando el título lleva anexos unos cupones, usualmente en forma de pestaña o en una hoja tipo díptico, que indica el monto y la fecha de redención. Habrá tantos cupones como redenciones hayan sido programadas en el prospecto de emisión.

Se rescatan en forma ordinaria cuando las oportunidades y montos aparecen en forma detallada y clara en los prospectos de emisión. Es extraordinaria cuando en el prospecto se deja constancia de que la empresa puede, a partir de cierto tiempo y mediante el pago de una prima, redimir, total o parcialmente, los bonos en circulación. El rescate es parcial cuando sólo se redime un monto inferior al total de las obligaciones en circulación; y es total cuando la redención elimina en forma definitiva las obligaciones emitidas.

Calificaciones de riesgo: por tratarse de instrumentos de deuda, las regulaciones de la Comisión Nacional de Valores establecen el requisito de dos (2) calificaciones de riesgo, hechas por firmas especializadas y debidamente autorizadas. Como vimos en el TOPICO 9, las Normas dictadas al efecto por la COMISION NACIONAL DE VALORES contemplan la existencia de cinco categorías para los títulos representativos de deuda: A, B, C, D y E.

Representante Común de los Obligacionistas: los tenedores de obligaciones tendrán un representante común, designado provisionalmente por la empresa emisora. Una vez terminada la colocación de los títulos, este representante convocará una Asamblea de Obligacionistas, donde se elegirá el Representante Común Definitivo. Las atribuciones y deberes de este ente están establecidas en el artículo 43 de la Ley de Mercado de Capitales, y son las siguientes:

1. Ejecutar las decisiones de la asamblea de obligacionistas;
2. Comprobar la existencia y el valor de los bienes dados en prenda o hipoteca, en garantía de la emisión, los cuales deberán estar asegurados, según el caso, por lo menos proporcionalmente al importe de las obligaciones en circulación;
3. Cerciorarse de la debida constitución de garantías reales o personales a favor de los obligacionistas, si las hubiera, inclusive de la debida emisión y vigencia de las cartas de crédito en garantía que se hayan emitido a favor de los obligacionistas;
4. Ejercer las acciones legales y judiciales que sean procedentes para la defensa y protección de los derechos de los obligacionistas, especialmente aquellas que tengan por objeto obtener el pago por concepto de los intereses o del capital debidos, o que deriven de las garantías señaladas para la emisión, así como ejecutar los actos conservatorios respectivos;
5. Asistir a los sorteos de las obligaciones y supervisar el cumplimiento de las condiciones establecidas en el prospecto;
6. Asistir, con derecho a voz, a las asambleas ordinarias y extraordinarias de accionistas de la sociedad emisora y recabar de los administradores, comisarios o contadores públicos independientes de la misma, todos los informes y datos que necesite para el ejercicio de sus deberes y atribuciones; y
7. Los demás que le confieran la sociedad emisora en el acuerdo de emisión de obligaciones, la asamblea de obligacionistas y la Comisión Nacional de Valores en las normas que dicte al efecto.

En el supuesto de que el representante común de los obligacionistas haya ejercido acciones legales y judiciales en el ejercicio de las atribuciones establecidas antes, los tenedores individuales no podrán ejercer dichas acciones.

Reserva para Redimir Bonos. Algunas emisiones de bonos tienen u ofrecen una reserva o fondo de compras que le da al emisor una opción para pagar total o parcialmente la emisión antes de su vencimiento. Algunas emisiones llevan una reserva de fondos de amortización, los cuales especifican que el emisor debe retirar periódicamente una cantidad predeterminada de la emisión. Este tipo de fondo o reserva no es muy popular en Venezuela.

Bonos Cero Cupón. Estos, tal y como su nombre lo indica, son bonos sin cupón, o sin tasa de interés establecida (se venden a descuento y se pagan a la par). El atractivo que los inversionistas le ven a este tipo de bonos es que aquel inversionista que posee el bono hasta la fecha de vencimiento, realizará un rendimiento predeterminado en el bono, a diferencia del bono cupón donde es rendimiento actual realizado (si el bono es sostenido hasta su vencimiento) depende de la tasa en la cual los pagos cupón pueden ser reinvertidos.

Evaluación de las obligaciones como fuentes de financiamiento:

VENTAJAS

El costo y rendimiento de la deuda son limitados, sin participación en las utilidades.
No se compromete el control de la Empresa.
Los pagos de intereses sobre este tipo de deuda son deducibles de impuestos.
No comprometen en forma indefinida a la empresa.
Su duración típica es de tres a cinco años.
Si son rescatables, el emisor puede hacerlo si mejora su flujo de efectivo.

DESVENTAJAS

La deuda es un cargo fijo, lo cual pudiera originar incapacidad de cubrir la obligación.
Mayor apalancamiento financiero, seguramente con tasas de interés más altas.
Fecha fija de vencimiento.
Mayor riesgo.
Condiciones de crédito más exigentes.
Incapacidad para obtener otros financiamientos a largo plazo.

ACCIONES

Cuando los desajustes que muestra el Presupuesto de Efectivo o Flujo de Caja proyectado son por períodos considerablemente largos, no resulta práctico emitir títulos de deuda (bonos u obligaciones). Entonces las empresas deben optar por emitir acciones, que son títulos de patrimonio, y por ende, permanentes.

Una acción es un título que establece la participación proporcional que su poseedor tiene en el capital de una empresa. Como tal, la acción convierte a su titular en propietario y socio capitalista de la firma, en proporción al monto de acciones que haya suscrito. En la misma medida, dependiendo del tipo de acción, le confiere ciertos derechos, como se verá mas adelante. Las emisiones de acciones de una empresa pueden ser colocadas (vendidas) en forma pública o en forma privada.

CLASIFICACION DE LAS ACCIONES

Existe diversidad de clasificaciones de acciones. En este trabajo se usa la mencionada en el Código de Comercio Venezolano:

Según la forma de transmitirse la acción:

- **Nominativas:** es aquella que se transmite a favor de una determinada persona, señalando su nombre y cuya transmisión se hace mediante cesión, la cual se inscribe en el título mismo y en el libro de accionistas.
- **Al Portador:** es aquella que se emite a favor de quien sea su tenedor cuando el capital este íntegramente pagado y cuya transmisión se realiza mediante la simple tradición del título. En la acción al portador no esta escrito el nombre de ninguna persona. No obstante, en Venezuela, por ser un país signatario del Acuerdo de Cartagena, las acciones al portador no están permitidas.

Según los derechos patrimoniales:

- **Ordinarias o Comunes:** representan la propiedad básica y residual de una empresa, con derecho de participación en su administración y disposición de bienes.
- **Bajo este mismo orden, mundialmente se han creado las acciones "tipo"** (tipo "A" y "B", tipo "1" y "2", tipo "I" y "II", etc.), las cuales representan una modalidad de acciones comunes diferenciadas. Uno de los dos tipos mantiene todos los derechos, mientras que al otro se le restringen algunos. En ciertos casos la diferenciación puede llegar a más de dos tipos, como en el caso de CANTV y MADOSA.
- **Preferentes o Preferidas:** título híbrido entre deuda y capital que, a cambio de ciertos privilegios, restringe la mayoría de los derechos de propietario.

De acuerdo a su valor: aun cuando no es realmente una clasificación, es importante señalar que las acciones pueden tomar los siguientes valores:

- **Valor nominal, facial o par:** es el valor que aparece escrito en el título, equivalente al monto de capital suscrito en cada acción. La Legislación venezolana exige que la acción tenga un valor par que representa el valor que el suscriptor original ha apartado o prometido a apartar a la compañía a cambio de su acción. La indicación del valor nominal es indispensable en el sistema legal venezolano y en el que se basa toda la estructura legal del capital social. Todas las acciones deben ser de igual valor nominal.
- **Valor en libros o valor contable:** es la resultante de dividir el total del patrimonio entre el número de acciones en circulación y representa la cantidad que le correspondería al accionista en caso de liquidación de la sociedad, de acuerdo con el último balance aprobado.
- **Valor de Mercado:** es aquel establecido en las últimas operaciones de bolsa cuando las acciones se cotizan en esa institución y dependerá de las expectativas que tengan los inversionistas sobre la misma.

ACCIONES ORDINARIAS O COMUNES

Como ya se señaló, una acción es un título que establece la participación proporcional que su poseedor tiene en el capital de una empresa y que, como tal, lo convierte en propietario y socio capitalista de la firma en proporción al monto de las acciones que haya suscrito, confiriéndole ciertos derechos. En el caso de las Acciones Comunes u Ordinarias, se dice que representan la propiedad básica y residual de la empresa. Es básica porque representan los verdaderos propietarios del negocio (dueños de la diferencia entre el activo y la suma del pasivo mas las acciones preferentes, de existir éstas), con todos los beneficios, responsabilidad y riesgos que ello acarrea, y es residual porque, en caso de terminación de operaciones de la empresa, el remanente del negocio, después de haber saldado todos los pasivos y los derechos de los accionistas preferentes, se distribuye proporcionalmente entre las acciones comunes u ordinarias en circulación. Adicionalmente, las acciones comunes participan activamente en el gobierno de la sociedad.

Derecho de las acciones Comunes

1. Derechos Colectivos: son aquellos que solo pueden ser ejercidos en forma conjunta, generalmente reunidos en Asamblea de accionistas y por mayoría absoluta o calificada. Entre ellos tenemos:
 - Reformar el Acta Constitutiva o Estatutos de la Empresa.
 - Elegir directores.
 - Reformar los Estatutos.
 - Autorizar ventas de activos.
 - Autorizar la emisión de acciones, bonos y otros valores.
 - Decidir sobre cambios en el monto de las acciones comunes.
 - Autorizar endeudamientos mayores
2. Derechos Individuales o Específicos: son aquellos que se pueden ejercer individualmente, sin necesidad de la presencia de otros accionistas, aun cuando, en ciertos casos, podría requerirse alguna autorización. Los más usuales son:
 - Ser convocado, asistir, con derecho a voz y voto en las Asambleas de accionistas
 - Inspeccionar los libros de la empresa.
 - Comprar o Vender certificados de acciones.
 - Votar en la forma prescrita por Acta Constitutiva.
 - Compartir los activos residuales de la Empresa en caso de disolución.
 - Participar en las utilidades de la empresa, a través de dividendos.

Características de las Acciones Comunes

El número de acciones que una Empresa está autorizada para emitir está representado por el Capital Social o Capital Autorizado, establecido en los Estatutos de la Compañía. Cuando se emiten las acciones y son tomadas por un suscriptor pasan de inmediato a formar parte del Capital suscrito y, en la medida que el suscriptor vaya pagando, se convierten en Capital Pagado. Esto hace posible que una empresa, en un momento dado pueda tener hasta tres Capitales (Social o Autorizado, Suscrito y Pagado) diferentes, con ciertas limitaciones establecidas por la Ley de Mercado de Capitales. Como cualquier título, poseen valor nominal, valor de mercado y valor en libros.

Evaluación de las acciones comunes como fuente de financiamiento:

a.- Desde el punto de vista del emisor

VENTAJAS

Las acciones comunes no implican cargos fijos. Si la empresa genera utilidades, pagará dividendos, en caso contrario, no existe la obligación legal de pagar dividendos.

Las acciones comunes no tienen fecha fija de vencimiento.

Proporcionan un colchón contra las pérdidas de los acreedores, su venta aumenta la cantidad de crédito de la empresa, lo que hace incrementar su imagen y dignidad de crédito.

En ocasiones pueden venderse más fácilmente que las deudas, porque generalmente implican un rendimiento esperado más alto.

DESVENTAJAS

Las ventas de acciones comunes pueden extender los derechos de votación o el control de los accionistas que se acerquen a la empresa.

Representan un Costo de Capital más alto.

Sus costos colocación y distribución son generalmente mas altos. porque:

a.- Los costos de investigar un costo de patrimonio son altos.

b.- Debido a la diversificación que exige el riesgo, seguramente que un cierto número de las nuevas acciones debe ser vendido a un mayor número de compradores.

Los dividendos no son deducibles como un gasto para el cálculo impuesto sobre la renta.

b.- Desde el punto de vista del inversionista

VENTAJAS

El rendimiento tiende a ser algo, por ser instrumentos de renta variable.

Participación en el gobierno de la empresa, con derecho a voz y voto, lo cual le permite vigilar su inversión.

Participación igualitaria en dividendos.

Por representar la propiedad de la empresa, proporcionan una mejor protección financiera contra la inflación.

DESVENTAJAS

Asume mayor riesgo, por cuanto no hay seguridad de obtener, ni el capital invertido ni sus rendimientos.

No tienen vencimiento.

Últimos en cobrar, en caso de cierre del negocio.

ACCIONES PREFERIDAS O PREFERENTES

Las Acciones Preferentes son instrumentos que poseen ciertos privilegios o restricciones en comparación con las acciones comunes. Se consideran un híbrido entre deuda y patrimonio, porque tienen características de uno y otro: normalmente reciben un dividendo garantizado (instrumento de renta fija), lo cual las asimila a una deuda, pero se incorporan contablemente dentro del patrimonio. Su emisión debe ser decidida en Asamblea de Accionistas, con el quórum y votación requeridos por estatutos. Deben tener igual valor nominal que las acciones comunes y pagadas en un ciento por ciento

Poseen derechos pecuniarios y derechos administrativos:

PECUNIARIOS

Su dividendo es fijo y esta garantizado, aun cuando la empresa no obtenga utilidades.

Su dividendo es acumulativo; es decir, puede diferirse, pero no puede dejarse de pagar.

Su dividendo se paga antes de que sean pagados los dividendos comunes.

En caso de liquidación, tienen prioridad de reintegro, antes que las comunes.

Derecho a redención o rescate, según prospecto.

ADMINISTRATIVOS

Pueden asistir a las Asambleas de la Sociedad, pero no se computan en el quórum.

Tienen derecho a voto solo en los casos de aprobación de los estados financieros, decreto y pago de dividendos y cualquier modificación de condiciones que afecten sus derechos.

De acuerdo al porcentaje del patrimonio, pueden designar directores.

Derechos de suscripción o conversión.

Características de las Acciones Preferentes

- **Prioridad en los activos y las utilidades:** Las Acciones Preferentes tienen prioridad sobre las utilidades (sus dividendos se pagan antes) y sobre los activos (en caso de liquidación, cobran antes que las comunes).
- **Dividendos Acumulativos:** sus dividendos son acumulativos; es decir, los dividendos preferentes anteriores deben ser pagados antes de que puedan pagarse los dividendos comunes.
- **Valor par:** contrario a las acciones comunes, que se liquidan a valor en libros, las acciones preferidas deben ser liquidadas a su valor nominal, ajustado solamente por el efecto de la Reexpresión de Estados Financieros.

Otros derechos que pueden ser otorgados:

- **Participación en utilidades:** además de recibir sus dividendos fijos podrían participar en las utilidades remanentes, antes, conjuntamente, o después de los dividendos a las acciones comunes.
- **Participación en aumentos de capital:** podrían tener el derecho de participar en aumentos de capital común.
- **Conversión o rescate:** el prospecto de emisión puede establecer su conversión en acciones comunes o en títulos de deuda (obligaciones, participaciones, etc.) o rescatadas (convertidas en dinero) según lo que se disponga.
- **Vencimiento:** el prospecto de emisión puede fijarles una fecha de vencimiento.
- **Fondo de amortización:** en cualquiera de los casos anteriores (redención o vencimiento), puede establecerse la creación de un fondo para garantizar su reembolso.
- **Dividendo ajustable:** podría considerarse un dividendo ajustado periódicamente, como protección ante la inflación.
- **Extensión del voto:** algunas veces se les concede el derecho de votar en la elección de directores o en otros asuntos que pudieran resultar de interés para los inversionistas.

Evaluación de las acciones preferidas como fuentes de financiamiento:

VENTAJAS

Eliminan la participación igualitaria en las utilidades.

Por su voto limitado, no se comparte el control.

No se hipotecan los activos de la empresa.

No tienen fecha de vencimiento.

DESVENTAJAS

Los dividendos no son deducibles de impuesto sobre la renta.

Mediana pérdida del control sobre algunas materias.

Su conversión o redención puede acarrear costos adicionales.

OTROS TIPOS DE ACCIONES

Acciones en Tesorería

Aun cuando no son fuentes de financiamiento, se deben mencionar las acciones en tesorería. Son aquellas que, una vez emitidas, son readquiridas por la empresa. Esta adquisición puede tener por objeto la anulación de tales acciones o su retiro temporal con el objeto de estabilizar su valor de mercado o para llevar adelante programas especiales como de compensación a sus ejecutivos o de emisión de instrumentos basados en acciones. Tanto el Código de Comercio como la Ley de Mercado de Capitales establecen restricciones para tales adquisiciones al

señalar que "Los administradores no pueden adquirir las acciones de la sociedad por cuenta de ella, salvo el caso de que la adquisición sea autorizada por la Asamblea y se haga con sumas provenientes de utilidades regularmente obtenidas, según los balances sociales. En ningún caso, es permitido a la sociedad hacer préstamos o anticipaciones con garantía de sus propias acciones".

**FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO - MEDIANTE VALORES
FACTORES A CONSIDERAR PARA LA TOMA DE DECISIONES**

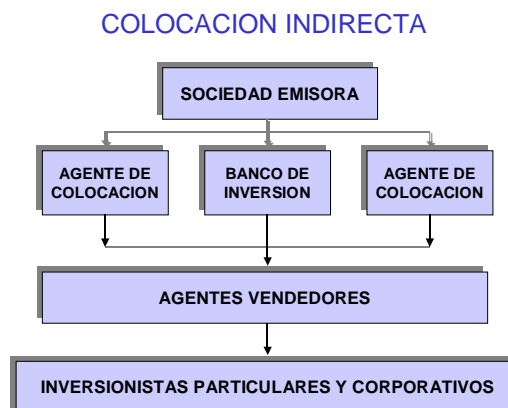
BONOS	FACTOR	ACCIONES COMUNES	ACCIONES PREFERENTES
Tenedor: Poco riesgo, prioridad sobre las acciones preferentes y comunes al momento de liquidación. Emisor: Alto riesgo, aumenta nivel de endeudamiento así como requerimientos de flujo de caja.	RIESGO	Tenedor: Mayor riesgo al momento de la liquidación ya que no tienen garantía. Emisor: prácticamente no existe riesgo, debido a que no hay compromisos de pago.	Tenedor: Menor riesgo que las comunes por que en caso de liquidación de la empresa, estas tienen privilegios. Emisor: Riesgo muy pequeño. Requerimiento de flujo de caja, pero sin aumentar el endeudamiento.
Bajo.	RENDIMIENTO	Alto.	Medio
Disminuye la dignidad de crédito de la empresa. Mayor endeudamiento.	IMAGEN	Aumenta la dignidad de crédito de la empresa.	Aumenta la dignidad de crédito de la empresa.
El costo de la deuda es fijo.	COSTOS FIJOS	No conllevan costos fijos.	Porción pequeña de costos fijos.
Bajo.	COSTOS EMISIÓN	Alto.	Medio.
Emisor: mantiene (no comparte) el control. Tenedor: No tiene derecho al voto. Podrían, en caso de incumplimiento, tomar control de la compañía.	CONTROL	Emisor: Pérdida de control por parte del propietario. Su venta extiende los derechos de votación y control a otros. Tenedor: Derecho a voto y control. Participación igualitaria.	Emisor: mediana pérdida de control por parte del propietario al otorgar derecho al voto sobre ciertas decisiones. Tenedor: Mediana participación, limitado derecho al voto.
Importante.	CARGA FINANCIERA	Ninguna.	Pequeña.
Fecha fija.	VENCIMIENTO	Sin vencimiento.	No tienen fecha fija.
Con la masa de acreedores.	LIQUIDACIÓN	En último lugar.	Después de los acreedores.
No participan en utilidades.	PARTICIPACIÓN EN UTILIDADES	Participación igualitaria vía dividendos.	Participación limitada al dividendo garantizado.
Ninguno.	DERECHOS	Ilimitados.	Limitados.
Los intereses son deducibles del I.S.L.R.	DEDUCCIÓN FISCAL	Los dividendos no son deducibles del I.S.L.R.	Los dividendos no son deducibles del I.S.L.R.
Sí.	ESCUDO FISCAL	NO.	NO.

Inocencio Sánchez – Septiembre/1999

LA CADENA DEL VALOR

La cadena del valor no es más que la adaptación de ese concepto de Michael E. Porter en la obra "Ventaja Competitiva", a la emisión de valores para la oferta pública. Se puede definir como el conjunto de actividades o pasos que la empresa debe seguir para diseñar, producir, ofrecer al mercado y poner en manos del público los valores que emite.

- En Firme: Los agentes de colocación primaria que actúen en firme adquieren los títulos emitidos y estarán obligados a ofrecerlos públicamente al precio y demás condiciones establecidas en el prospecto y en el contrato de colocación, durante un plazo que no podrá ser inferior a (3) meses, salvo a que se concluya antes de dicho plazo. Vencido el plazo sin haber concluido la colocación, los agentes podrán conservar para su propia cartera los títulos que faltaren por colocar, o bien colocarlos al precio que determine el mercado.
- Garantizada: El agente de colocación garantiza al emisor de los títulos valores la colocación de los mismos o de un determinado lote de ellos dentro del plazo estipulado al efecto, con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo.
- En base a los mayores esfuerzos: El agente de colocación se compromete con el emisor de títulos valores a prestarle su mediación para procurar la colocación total o parcial de los mismos, pero no garantiza su éxito.



Paso 12: Si la colocación no se puede hacer totalmente en el lapso previsto, la CNV puede otorgar plazos adicionales, hasta que la misma quede totalmente colocada. En caso de no lograr colocar algunos títulos, los mismos deben ser anulados, ya que no pueden ser mantenidos en cartera.

Paso 13: Publicar en un diario de alta circulación nacional y en otro de la localidad donde estuviere domiciliado, un aviso en el cual se indique la conclusión del proceso de colocación. Este aviso es el mismo publicado según el paso 10, pero con una banda que indique que ya fue colocada.

Paso 14: Realizada la publicación, se da aviso a la CNV, anexando copia del aviso y solicitando autorización para proceder a su inscripción en la Bolsa de Valores.

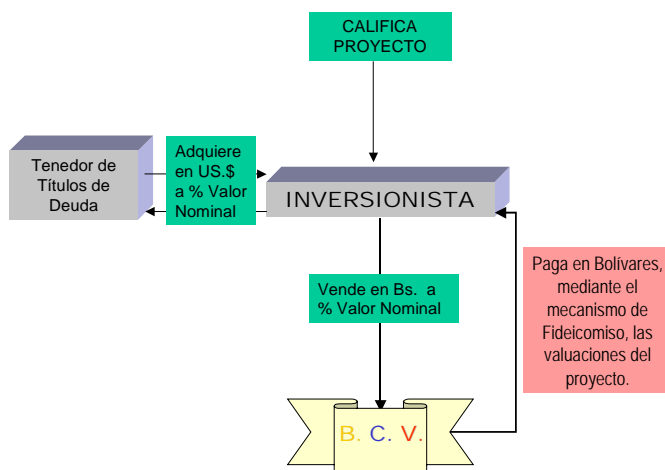
Paso 15: Obtenida la autorización de la CNV, se procede a la inscripción de la emisión en la Bolsa de Valores. A partir de ese momento, los títulos comienzan a transarse en el mercado secundario, lo cual puede ocurrir a través de una Bolsa de Valores o directamente entre particulares, con o sin intermediarios.

OTROS MECANISMOS O INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO VIA CAPITAL O PATRIMONIO

CONVERSIÓN DE DEUDA EN INVERSIÓN

El programa Venezolano de conversión de deuda en inversión desde sus inicios ha sufrido modificaciones en la normativa aplicable, esto con miras a estructurar un programa atractivo que garantice que el producto de una conversión sea utilizado para financiar el componente en bolívares de un proyecto de inversión en áreas prioritarias y que esto se traduzca en el desarrollo de un mercado de capitales fluido y competitivo, facilitando el ahorro y el flujo de inversiones que garanticen el crecimiento de la economía a largo plazo, y permita a Venezuela reducir significativamente la carga de su deuda en el tiempo.

Conversión Deuda Externa en Inversión PROCEDIMIENTO



EVOLUCION DEL PROGRAMA DE CONVERSIÓN:

Este programa se inicia con el Decreto 1.521 del 14/04/87, donde se establece un marco general para la conversión de deuda por medio de la adjudicación directa de cupos exclusivamente a inversionistas extranjeros. Se permitían las conversiones a Bs. 14,50:\$, en el momento en que la tasa en el mercado libre estaba a Bs. 28:\$ o más. Continúa con el Decreto No. 86, del 15/03/89, donde se contempla la asignación de cupos mediante adjudicación directa o subastas a

inversionistas nacionales o extranjeros, reconociendo los títulos a un valor negociado y aplicando el tipo de cambio del mercado libre. Este régimen elimina la falla más grave del programa anterior cuando deja flotar libremente la tasa de cambio, estipula también conversiones por inversionistas venezolanos, y especifica que el descuento aplicable puede ser determinado por subasta pública, y no por funcionarios del gobierno, sentando las bases para un sistema más abierto y dirigido por el mercado. A partir de ahí viene una serie de cambios, cuyo único fin era adaptar la conversión a situaciones específicas, como el caso del no reconocimiento de las cartas de crédito (decreto No. 255 del 31/05/89), megaproyectos (Resoluciones 2401 del Ministerio de Hacienda y 89-08-04 del BCV).

La última manifestación al respecto la constituye el decreto 1217 del 14/02/96, el cual establece la conversión de deuda en inversión exclusivamente con bonos de la deuda pública externa, mediante este esquema usted compra deuda pública externa (un bono emitido por una empresa pública venezolana para cancelar deuda a una empresa extranjera) por debajo de su valor nominal y esa deuda que usted adquiere, se la recompra el estado venezolano por un valor superior al que usted pagó originalmente.

Áreas Prioritarias establecidas por el decreto 1217:

Producción Agrícola y Agroindustrial

Sistema de riego y saneamiento industrial

Producción industrial y de servicios técnicos en sectores de alta tecnología y en particular en los de telecomunicaciones, informática, microelectrónica y biotecnología

Producción de petroquímica, carbonífera y procesamiento de la madera, la celulosa y sus derivados.

Producción o adquisición de bienes y servicios de capital.

Actividades turísticas, incluidas la dotación, la ampliación y remodelación de infraestructuras.

Investigación y desarrollo tecnológico.

Construcción y mejora de infraestructura y equipamiento en proyectos de administración privada bajo régimen de concesión.

Construcción, remodelación ampliación o equipamiento de institutos de educación e investigación.

Construcción, remodelación, ampliación o equipamiento de centros de asistencia médica destinados a la prestación de servicios de salud

Construcción de viviendas de interés social, contempladas en la Ley de Política Habitacional.

Desarrollo de la pequeña y mediana empresa y de los servicios comunitarios.

La conversión de deuda en inversión es un programa donde, aparentemente, todos ganan:

a. Venezuela gana porque:

- Extingue su deuda pagando al inversionista por debajo de su valor nominal
- Paga en Bolívares, sin afectar sus reservas internacionales
- Facilita el crecimiento económico al propiciar nuevas inversiones industriales. (Sustitución de importaciones, incremento de exportaciones no tradicionales, creación de empleo, mejora de su balanza de pago, etc.).

b. La empresa que recibe la inversión se beneficia porque obtiene una facilidad de financiamiento a largo plazo, vía patrimonio, por lo que no tendrá que pagar intereses.

c. El poseedor de la deuda venezolana gana porque:

- La mayor parte de esa deuda ha sido ya cargada contra resultados de ejercicios y descargada del Impuesto sobre la Renta americano, por lo que lo que obtienen es utilidad.
- No tendrá que esperar hasta el vencimiento de la obligación para poderla recuperar.

Sin embargo, a corto plazo, hay un impacto significativo sobre las políticas monetarias y fiscales del país ya que origina una expansión de la oferta monetaria, que puede generar presiones sobre la tasa de inflación interna, el tipo de cambio y/o sobre las reservas internacionales. Dicho efecto sería compensado al entrar la inversión en su proceso normal de producción.

ADR AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS - ADS AMERICAN DEPOSITARY SHARES

La globalización de la economía mundial, producto de los grandes cambios que en materia de información y comunicaciones se han venido dando en los últimos años, ha creado una demanda financiera por parte de los agentes deficitarios hacia mercados distintos al doméstico o nacional. Uno de los signos evidentes de esta situación lo constituyen los ADR o ADS. Con este tipo de instrumento las empresas amplían su mercado de valores nacional hacia el de Estados Unidos de América, gracias a que este país, mediante su resolución 144A de

19 de Abril de 1990, permite el acceso de emisiones extranjeras a su mercado de valores. No obstante, este mecanismo ha sido utilizado, bajo otras condiciones, por más de 70 años.

Se trata de un Recibo o Certificado, expedido por un Banco Americano (Banco Depositario), dejando constancia del depósito de determinados valores emitidos por una sociedad extranjera (Empresa Emisora), sobre la base del depósito físico en custodia que se constituye de dichos valores extranjeros ante un Banco del país de origen de los mismos (Banco Custodio), con la particularidad de que estos certificados expedidos por el Banco Depositario son negociables. Se trata de un certificado o título destinado a la circulación, que representa acciones emitidas por empresas extrañas al mercado de EE.UU. El número de acciones que representa es variable.

Como quiera que se trata de valores pertenecientes al mercado americano, es evidente que su valor caratular está expresado en moneda de dicho mercado (US\$), por lo que las variaciones en su cotización no solo dependerán de los factores y hechos directamente vinculados con la empresa emisora, sino del precio de realización en el mercado domestico o mercado del país de origen del valor representado, mas las eventuales variaciones en mas o en menos que pueda tener la moneda en dicho mercado.

Partes que Intervienen

Sociedad Emisora: Empresa ubicada en Venezuela, cuyas acciones emitidas están representados por los ADR.

Banco Custodio: Banco o entidad autorizada de Venezuela, que se encarga y responsabiliza de custodiar físicamente los valores que estarán representados por los ADR que emita el Banco Depositario. El banco custodio asume la representación de los derechos de los accionistas ante la empresa emisora.

Banco Depositario: Aún cuando no se trata del Banco que se encarga físicamente de la guardia y custodia de los valores emitidos por la empresa venezolana, se le denomina así por ser el que emite los ADR y los coloca en el mercado americano, asumiendo la responsabilidad frente a los adquirentes y tenedores posteriores sobre la real existencia de los valores extranjeros representados por los ADR.

Casa de Corretaje o Banca de Inversión: son los corredores extranjeros que se encargan de colocar los títulos en manos de los inversores y, de ser necesario, suscribe la oferta, forma el sindicato de compradores, promueve la negociación en mercado secundario, etc.

Inversionistas: Por lo general, son grandes inversionistas norteamericanos, institucionales o internacionales del mercado bursátil o extrabursátil, y Fondos Mutuales, de Estados Unidos, quienes adquieren los ADR's.

Existen dos modalidades de este tipo de instrumento:

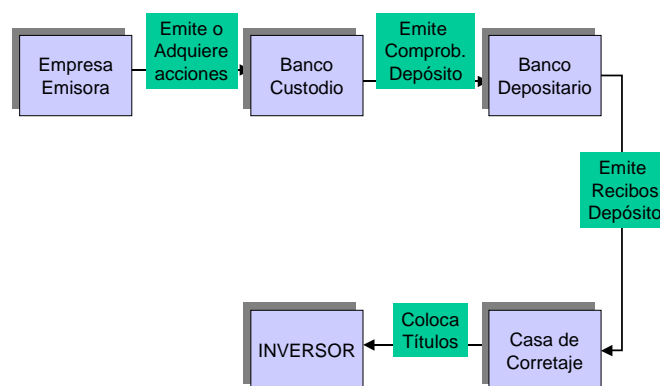
No Patrocinados: No son ejecutados en principio, por la empresa emisora, sino por el inversionista interesado en las acciones de la empresa. Él o su casa de corretaje, inicia y se encarga de controlar todo el proceso, y corre con los gastos. Solo se aplica ha acciones existentes, por lo que no representa "Dinero Fresco" para la empresa, así como tampoco requiere la emisión de un prospecto.

Patrocinados: Surgen por iniciativa y como necesidad de la empresa emisora, por lo que debe asumir el control total del proceso, así como los correspondientes gastos asociados.

Asimismo, dentro de los Patrocinados existen tres niveles:

- Nivel I: Negociado a través de intermediarios financieros (OTC), con requisitos regulatorios mínimos, por lo que son de fácil colocación. El principal propósito del emisor que activa un programa a este primer nivel, es hacerse conocer en el mercado americano.
- Nivel II: Son originalmente negociados en oferta privada, pero posteriormente se pueden transar públicamente hasta en dos bolsas de valores americanas, además del mercado de intermediarios financieros (OTC). Requiere prospecto especial, requisitos regulatorios más complejos, ya que deben ser autorizados por la *Securities and Exchange Commission* (SEC), especie de CNV americana. En este nivel, se logra un mercado secundario amplio para los valores.

Recibos de Depósito de Acciones PROCEDIMIENTO



- Nivel III: Oferta primaria de carácter público, listado y negociado en cualquier bolsa de valores americana, OTC o NASDAQ. Requiere prospecto y adecuación a las normas contables americanas, requerimientos y regulaciones muy estrictas por parte del SEC y Bolsa de Valores. Este nivel pone a disposición del emisor acceso al mercado de valores más grande del mundo y una posibilidad de ampliación de capital para futuras expansiones.

Existe un nivel IV, que es similar a los del nivel III, pero mediante la colocación en oferta privada y libre de los requisitos de registro que impone SEC. Por su carácter de oferta privada, solo grandes corporaciones podrían tener acceso a este nivel.

GDR GLOBAL DEPOSITARY RECEIPTS - GDS GLOBAL DEPOSITARY SHARES

Es fundamentalmente el mismo concepto de los ADR / ADS, pero mientras estos solo pueden ser negociados en dólares americanos (US\$) y en el mercado de USA, los GDR / GDS pueden ser negociados en cualquier moneda y en cualquier parte del mundo. Los GDR se utilizan normalmente cuando el emisor está levantando un capital en su mercado local y el de Estados Unidos y pretende entrar en los mercados internacionales, ya sea con colocaciones privadas u ofertas públicas.

Evaluación de los ADR / ADS y GDR / GDS como fuentes de financiamiento:

VENTAJAS

Ampliación del mercado de emisión
 Dan renombre nacional e internacional
 Abre nuevas oportunidades de negocios
 Facilita y simplifica las transacciones con acciones
 Fácil y clara colocación y transacción
 Facilitan acceso a los fondos mutuales
 Control sobre las acciones depositadas
 Afecta favorablemente el valor de la empresa

DESVENTAJAS

Pérdida parcial del control sobre los inversionistas
 Mayor exposición a entes de control
 Mayor transparencia o exposición al público
 Procesos de emisión y colocación complejos y costosos
 Dividendos pagaderos en divisas

OVERSEAS PRIVATE INVESTMENT CORPORATION (OPIC) o Corporación de Inversiones Privadas de Ultramar.

Es un organismo autónomo, (agencia independiente) del gobierno de los Estados Unidos de América, que tiene como finalidad el financiamiento de nuevas inversiones, privatizaciones, expansiones o modernizaciones de empresas existentes y la prestación de servicios a empresas estadounidenses que invierten fuera de su país, a través del financiamiento de inversiones mediante préstamos directos, fondos de inversión y garantías para préstamos, seguros contra riesgos políticos, y otros servicios como asesoría, misiones de inversión e información, etc. Los préstamos otorgados necesariamente tienen que ser invertidos en Patrimonio de empresas pequeñas o medianas, situadas en países en vías de desarrollo, garantizando tener una participación en la gerencia de la empresa receptora. No se maneja la posibilidad de otorgar préstamos a la empresa receptora.

OPIC participa hasta en un 50% de nuevos proyectos o el 75% del costo total de un proyecto de expansión. La empresa estadounidense debe cubrir al menos el 25% de patrimonio en la sociedad o el 10% del costo total del proyecto. El total de la inversión está cubierto por un seguro contra riesgos políticos y comerciales. No participa en proyectos que reduzcan el potencial comercial americano o que impacten adversamente el ambiente del país receptor de la inversión. También existen limitaciones en cuanto al monto de la cartera en cada país.

PROTECCIÓN LEGAL DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS

Además de que Venezuela ha suscrito varios tratados (acuerdos bilaterales) con el fin de proteger y fomentar la inversión extranjera, así como ser elegible para el otorgamiento de créditos y seguros contra riesgos no comerciales por parte de empresas aseguradoras estatales, existen ciertos mecanismos internacionales para proteger la inversión privada en Venezuela. Algunos de ellos son los siguientes:

La Agencia Multilateral de Garantía a las Inversiones (MIGA) del Banco Mundial, que otorga seguros contra riesgos no comerciales, tales como inconvertibilidad de la moneda, expropiación, guerra y disturbios civiles e incumplimiento de contrato por parte del país receptor de la inversión.

La Agencia Norteamericana de Protección de Inversiones, a través de OPIC, que presta servicios a empresas.

El Centro Internacional para el Arreglo de Disputas Relativas a Inversión (CIADI), que facilita la conciliación a arbitraje, en el caso de disputas relativas a inversiones, que puedan surgir entre los estados contratantes y los nacionales de otros países.

La Convención de Nueva York sobre el Reconocimiento de Sentencias Arbitrales que garantiza la eficiencia internacional de las cláusulas de arbitraje.

Inocencio Sánchez
 PhD / MBA / MSc / Contador Público
 Profesor Área de Estudios de Postgrado
 Universidad de Carabobo

Septiembre / 2004