



FINANZA EMPRESARIAL

Estrategia, mercados y negocios estructurados

Roberto Albisetti

.e

editorial
Pontificia Universidad
JAVERIANA

..... 25 AÑOS

Finanza empresarial
Estrategia, mercados y negocios estructurados

Finanza empresarial

Estrategia, mercados y negocios estructurados

ROBERTO ALBISETTI





Pontificia Universidad
JAVERIANA
Bogotá



Reservados todos los derechos
© Pontificia Universidad Javeriana
© Roberto Albisetti

Bogotá, D. C., marzo de 2018

ISBN: 978-958-781-190-2

Impreso y hecho en Colombia
Printed and made in Colombia

Editorial Pontificia Universidad Javeriana
Carrera 7.^a n.º 37-25, oficina 1301
Edificio Lutaima
Teléfono: 320 8320 ext. 4752
www.javeriana.edu.co/editorial
editorialpuj@javeriana.edu.co
Bogotá, D. C.

Corrección de estilo:
Daniela Guerrero Acosta
Diseño y diagramación:
Yully Paola Cortés Hernández
Impresión:
Javegraf



Pontificia Universidad Javeriana. Vigilada
Mineducación. Reconocimiento como
Universidad: Decreto 1297 del 30 de mayo
de 1964. Reconocimiento de personería
jurídica: Resolución 73 del 12 de diciembre
de 1933 del Ministerio de Gobierno

Albisetti, Roberto, autor

Finanza empresarial : estrategia, mercados y negocios estructurados / Roberto
Albisetti ; prólogo de Stefano Gatti. -- Primera edición. -- Bogotá : Editorial Pontificia
Universidad Javeriana, 2018.

562 páginas : ilustraciones, gráficas y tablas ; 24 cm
ISBN : 978-958-781-190-2

1. Finanzas corporativas. 2. Planificación empresarial. 3. Sistemas económicos.
4. Historia económica. 5. Crisis financiera. 6. Negocios. 7. Mercado financiero.
I. Pontificia Universidad Javeriana.

CDD 338.43 edición 21

Catalogación en la publicación - Pontificia Universidad Javeriana. Biblioteca Alfonso
Borrero Cabal, S. J.

inp

06 / 03 / 2018

Prohibida la reproducción total o parcial de este material, sin autorización por escrito de la
Pontificia Universidad Javeriana.

Agradecimientos	27
Prólogo	29
Oportunidades de fondeo en los mercados financieros	35
La obtención del capital externo: el proceso y sus participantes	35
Los intermediarios financieros y el mercado de capitales	38
Mercado de capitales y mercado de crédito	45
Financiación a través de deuda	51
Financiamiento tradicional a través de la banca comercial	53
Préstamos bancarios	55
Contratación de crédito con los bancos comerciales	58
Las grandes crisis y los flujos financieros internacionales	67
Propagación de las crisis en los mercados emergentes: una breve reseña histórica	67
Las primeras crisis financieras	68
La Gran Depresión	70

Tres casos más recientes de crisis en EE. UU.	71
La crisis de endeudamiento de los países emergentes en los años 80	73
La primera crisis financiera de dimensión global: el descalabro de la deuda externa mexicana en 1982	74
Un caso de estudio: México y el Plan Brady	75
El Efecto Tequila	77
La crisis asiática	79
La crisis argentina de finales de 2001	80
La crisis <i>subprime</i> de EE. UU.	81
El 2012 y la crisis de deuda en Europa: el caso griego	85
La periodicidad de las crisis y la posición de América Latina	86
El efecto de las crisis monetarias en la percepción del riesgo y el acceso al crédito	92
Las enseñanzas dejadas por la crisis	100
La contribución de las instituciones financieras multilaterales	104
Conclusiones	116
La estructura de un sector financiero moderno	117
La evolución de los mercados financieros en los países emergentes	117
El modelo de desarrollo de los intermediarios financieros	124
Los reguladores de los mercados financieros internacionales: el FMI y el BPI	129
El Banco de Pagos Internacionales (BPI)	135

El problema de la credibilidad financiera y el papel de las agencias de <i>rating</i>	142
Las modalidades de clasificación de la deuda soberana externa	146
Crédito corporativo y administración del riesgo de crédito	153
Funcionamiento y operación de los bancos comerciales	155
La evaluación del riesgo de crédito	158
Titularización de cartera como herramienta para generar liquidez	165
La administración del riesgo de las operaciones de crédito	168
La garantía como respaldo a la solvencia del deudor	177
La extensión del método de <i>rating</i> a las evaluaciones de riesgo de crédito en la banca	181
Fundamentos de evaluación de crédito: de <i>corporate finance</i> a <i>project finance</i>	185
El proceso de otorgamiento de crédito bancario tradicional: análisis estático y dinámico	185
Reseña de las metodologías de evaluación del balance de una empresa	190
Resumen de las metodologías de evaluación del patrimonio empresarial	192
El análisis de rentabilidad y liquidez a través del uso de indicadores	198
Análisis del flujo de caja empresarial	206

Consideraciones acerca de la estructura del capital y de la capacidad de apalancamiento	209
Especificidad de la evaluación de riesgo de una empresa bancaria	212
La gestión del riesgo de portafolio de los intermediarios financieros	218
Modelos de valoración de una empresa en marcha	223
Caso de estudio: emprendimiento familiar en restauración	229
Fundamentos de estrategia y planeación	236
Herramientas y modelos de planeación estratégica	239
Metodología del análisis de posicionamiento competitivo: SWOT o análisis (DOFA)	245
Crecimiento por adquisiciones	251
Inversiones y financiación para sustentar el crecimiento de una empresa	251
La globalización y la economía digital como factores que favorecen el crecimiento por adquisiciones	257
Forma de las adquisiciones	259
Tipología de los compradores	262
Los acuerdos preliminares, el memorándum y la debida diligencia	265
Sinergias, tipología de adquisiciones y valoración del precio	277

Finanza para el emprendimiento y los fondos de capital privado	301
Innovación tecnológica como motor de emprendimiento y fomento de los fondos de capital	303
Fondos de etapa temprana o de capital emprendedor	304
Los fondos de capital privado	307
Funcionamiento del fondo de capital de riesgo	310
La segmentación del mercado de fondos de capital	312
El <i>fund raising</i> de los fondos de capital privado	316
Operación y funcionamiento de los fondos de capital privado	321
Aspectos clave de negociación con los fondos	328
Valoración de la oportunidad de inversión de un fondo de <i>venture capital</i>	329
El estudio de factibilidad y la preparación de la estructuración de un <i>project financing</i>	333
La estrategia y las funciones del promotor en la fase de desarrollo	333
El inicio de la relación con los potenciales financiadores	338
Funciones de un <i>financial advisor</i> y del <i>arranger</i>	347
El planteamiento de un estudio de factibilidad creíble	355
Rigor e independencia en el análisis: la función de los asesores externos	361
El papel del <i>independent engineer</i> en la evaluación de factibilidad	363
El papel del <i>legal advisor</i> en las elecciones de estructuración	369

El análisis de riesgo en las operaciones del <i>project financing</i>	373
Una disciplina para asignar contractualmente los riesgos	373
El análisis de riesgo a través de la segmentación en fases	379
Metodologías de identificación de riesgos	386
El <i>security package</i>	389
Herramientas contractuales de mitigación de riesgos	397
Las coberturas contractuales en el EPC: precios fijos, entrega con fecha cierta, garantías y cláusulas penales	397
Las herramientas de mitigación de riesgos de completamiento de construcción: contingencias, financiaciones <i>stand-by</i> y seguros	402
Definición de finalización, el riesgo de puesta en marcha y la conversión del riesgo	404
La transformación del riesgo durante la fase de puesta en marcha: la <i>financial completion</i>	409
Desagregación de riesgos en la fase de operación	411
Las técnicas de mitigación contractual de los riesgos en la fase de gestión industrial	412
El riesgo tecnológico y capital para emprendimientos de innovación	413
El riesgo de la demanda de mercado	415
Modelos de contratos de venta a largo plazo	417
Cláusula financiera de mitigación de riesgo comercial: <i>pass-through</i> , las reservas y los <i>covenants</i>	420

La evaluación de confiabilidad del promotor, de la gerencia y la selección del socio	426
Riesgos políticos y de contexto económico	431
Herramientas financieras avanzadas	445
El uso de sociedades financieras y entidades de único propósito (SPV)	445
Las fuentes privadas de capital de riesgo (<i>equity</i>)	449
El mercado de las emisiones de títulos bajo la Rule 144 de EE. UU.	455
La evolución de los bonos de proyectos (<i>project bonds</i>)	460
Herramientas financieras avanzadas de cuasicapital (<i>mezzanine</i>)	463
El financiamiento privado de infraestructuras	475
La evolución del mercado mundial de infraestructuras y las reformas del marco legal	475
Algunas soluciones avanzadas en el mercado financiero: <i>REIT, sale-lease-back</i>	481
El caso de Asia: la sostenibilidad de las reformas en la crisis de los 90	484
Una mirada a la reciente evolución del mercado	486
La evolución de las políticas de participación privada en infraestructuras	490
La participación y funcionamiento a través de las asociaciones público-privadas (APP)	496
Análisis de riesgos y beneficios de las APP	502
Las APP en América Latina	506

Modelos de participación privada en las infraestructuras	509
El financiamiento privado de infraestructura	510
Tres casos de asociación público-privada en infraestructuras	514
La estructuración de los préstamos sindicados	523
La negociación del mandato para la organización de un préstamo sindicado	523
Preparación, estrategia de sindicación y remuneración	529
Negociación de las características técnicas de los préstamos	536
Determinación del margen de interés de los préstamos a mediano y largo plazo (<i>pricing</i>)	543
Las herramientas derivadas para la cobertura del riesgo de interés	548
La <i>term sheet</i> : contenido, características y finalidad	551
La función de los acuerdos entre acreedores	557

Oportunidades de fondeo en los mercados financieros

Figura 1.1. Estructura del mercado de capitales 42

Figura 1.2. Modelo simplificado del sistema de intermediación 44

Las grandes crisis y los flujos financieros internacionales

Figura 2.1. Índice Dow Jones, 1927-1954 71

Figura 2.2. Flujos de inversión extranjera en México 78

Figura 2.3. Reservas internacionales mexicanas 78

Figura 2.4. Crédito interno del sector 79

Figura 2.5. Crisis *subprime*, 2000-2010 84

Figura 2.6. Flujos de capital en mercados emergentes por región 89

Figura 2.7. *Spread* del indicador de bonos de mercados emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés) 96

Figura 2.8. Emisión internacional de bonos por clasificación de ingresos, 2000-2011 (todos los países emergentes, en billones de dólares) 97

Figura 2.9. Emisión internacional de bonos por instituciones públicas privadas y soberanas (todos los países emergentes, en billones de dólares) 97

Figura 2.10. Emisión internacional de bonos por instituciones públicas privadas y soberanas, por área geográfica 98

La estructura de un sector financiero moderno

Figura 3.1. Profundidad del sector bancario en América Latina, países seleccionados (crédito doméstico como porcentaje del PIB, 2011) 121

Figura 3.2. Modelo simplificado del sistema de intermediación financiera 122

Figura 3.3. Porcentaje de empresas que cuentan con un préstamo o línea de crédito en América Latina, el Caribe y otras regiones seleccionadas 128

Fundamentos de evaluación de crédito: de *corporate finance* a *project finance*

Figura 5.1. Patrón de evaluación dinámica 187

Figura 5.2. Esquema del proceso de una financiación bancaria comercial (*corporate*) 189

Figura 5.3. El modelo DuPont de síntesis de los indicadores 201

Figura 5.4. Esquema de derivación de ROE y ROA 202

Figura 5.5. Esquema del ciclo de generación del flujo de caja operativo 208

Modelos de valoración de una empresa en marcha

Figura 6.1. Pasos para la valuación 225

Figura 6.2. Representación contable de valoración de empresa *core* y total 226

Figura 6.3. Metodología de determinación del valor de la empresa a partir del flujo de caja (*free cash flow to firm* - FCFE) 228

Figura 6.4. Evolución del ciclo de vida de un emprendimiento con relación al acceso a capital externo 235

Figura 6.5. Cuadro del modelo de las cinco fuerzas de Porter 240

Crecimiento por adquisiciones

Figura 7.1. Segmentación del mercado en función de la etapa de desarrollo: la criticidad de acceso para las pymes 252

Figura 7.2. Ciclo de vida simplificado de una empresa 254

Figura 7.3. Tres formas de realizar una adquisición 260

Figura 7.4. Enfoque temporal y objetivos de la debida diligencia 270

Finanza para el emprendimiento y los fondos de capital privado

Figura 8.1. El proceso de innovación tecnológica como originador de emprendimiento 304

Figura 8.2. Clasificación de las etapas de fondeo con capital de riesgo externo 315

Figura 8.3. Modelo de desarrollo de un fondo de capital privado 318

El estudio de factibilidad y la preparación de la estructuración de un *project financing*

Figura 9.1. Ejemplo de los sectores que aplican la estructuración de *project finance* 336

Figura 9.2. Diagrama del proyecto para identificar las partes y contratos relacionados 339

Figura 9.3. Ciclo de negociación de una operación estructurada 343

Figura 9.4. Alineación y equilibrio entre riesgos y beneficios en condición de estructuración 344

Figura 9.5. Participantes en la estructura de negocio 363

El análisis de riesgo en las operaciones del *project financing*

Figura 10.1. Diagrama sintético del proyecto. Identificación de sus partes y relaciones	376
Figura 10.2. <i>Trend</i> del riesgo del financiador en un <i>project finance</i>	383
Figura 10.3. Documentación contractual de respaldo del proyecto	385

Herramientas contractuales de mitigación de riesgos

Figura 11.1. Evolución del riesgo para el financiador en un <i>project financing</i>	402
Figura 11.2. Ciclo de vida del emprendimiento	414

Herramientas financieras avanzadas

Figura 12.1. La tendencia histórica de largo plazo de los flujos de capital hacia las economías emergentes	459
Figura 12.2. La tendencia histórica de largo plazo de los flujos de capital hacia las economías emergentes	474

El financiamiento privado de infraestructuras

Figura 13.1 Inversiones privadas anuales en proyectos de infraestructura en los países en desarrollo, 1900-1999 (billones de dólares)	483
Figura 13.2. Compromisos de inversión y número de proyectos en infraestructura con participación privada en países emergentes y en desarrollo, 2007-2016	488
Figura 13.3. Distribución de los compromisos de inversión en infraestructura con participación privada en países emergentes y en desarrollo, por regiones geográficas, 2007-2016	488

Figura 13.4. Los cinco países líderes en atracción de inversión privada en infraestructura en 2016 representaron el 69 % del total de los países emergentes	489
Figura 13.5. Distribución de los compromisos de inversión en infraestructura con participación privada en países emergentes y en desarrollo, por sectores (energía, transporte, agua y saneamiento), 2006-2016	489
Figura 13.6. Estructura típica contractual de una asociación público-privada (APP)	491
Figura 13.7. Proceso de una estructura de APP del lado del sector público	499
Figura 13.8. Matriz de riesgo por sectores	506
Figura 13.9. Mecanismo de desembolso de las vigencias futuras	516

La estructuración de los préstamos sindicados

Figura 14.1. Proceso de un préstamo sindicado	524
Figura 14.2. Configuración gráfica de un mandato a un banco organizador para una deuda sindicada	532
Figura 14.3. Modelo de operación de <i>swap</i> de interés	550

Oportunidades de fondeo en los mercados financieros

Tabla 1.1. Síntesis de herramientas y productos del mercado financiero	51
Tabla 1.2. Reporte del cálculo del plan a rata decreciente	66

Las grandes crisis y los flujos financieros internacionales

Tabla 2.1. Flujo financiero neto a largo plazo a países emergentes, 1992-2014	93
Tabla 2.2. Principales países receptores de IED en el periodo 1990-2013	94
Tabla 2.3. Entradas de inversión extranjera directa acumulada en 2013	96
Tabla 2.4. Indicadores de vulnerabilidad externa	102
Tabla 2.5. Balance del Banco Mundial (IBRD e IDA) (millones de dólares)	107
Tabla 2.6. Financiación oficial neta para los países en vías de desarrollo, 2001-2011 (billones de dólares)	108
Tabla 2.7. Tendencia de las inversiones de la IFC en el periodo 2010-2016 (billones de dólares)	110

Tabla 2.8. Contribución financiera de las principales instituciones regionales de desarrollo en 2016 (billones de dolares)	111
--	-----

Tabla 2.9. Flujo de caja de las principales agencias de crédito a la exportación	115
--	-----

La estructura de un sector financiero moderno

Tabla 3.1. Síntesis de los principales actores en el sector financiero	123
--	-----

Tabla 3.2. Fechas de distintas crisis bancarias en países emergentes (1980-2014)	126
--	-----

Tabla 3.3. Las clases convencionales de <i>rating</i>	145
---	-----

Tabla 3.4. El <i>rating</i> -país de la deuda externa a largo plazo. Una comparación histórica de la evolución del <i>rating</i> desde diciembre de 1990 a septiembre de 2015 (sobre un grupo selecto de países emergentes)	150
---	-----

Tabla 3.5. Panorámica sobre los <i>ratings</i> de 50 países emergentes (junio de 2015)	151
--	-----

Crédito corporativo y administración del riesgo de crédito

Tabla 4.1. Fases de la investigación interna para la concesión de un crédito	172
--	-----

Tabla 4.2. Fuentes de información indirecta y externa	173
---	-----

Tabla 4.3. Evaluación del riesgo del sector	176
---	-----

Tabla 4.4. Medición del riesgo en el entorno geográfico	176
---	-----

Tabla 4.5. Elementos que determinan la evaluación de solvencia del deudor	178
---	-----

Tabla 4.6. Tipos de garantías	180
-------------------------------	-----

Tabla 4.7. Clases de riesgo	183
Tabla 4.8. Categorías de riesgo y rangos de puntaje	184

Modelos de valoración de una empresa en marcha

Tabla 6.1. Efecto del apalancamiento sobre la valoración	229
Tabla 6.2. Valoración con proyecciones financieras del restaurante de Marco	231
Tabla 6.3. Cuadro de la segmentación de la industria petrolera	242
Tabla 6.4. Creación de valor y organización empresarial	243
Tabla 6.5. Matriz del Boston Consulting Group	244

Crecimiento por adquisiciones

Tabla 7.1. Estructura financiera de una adquisición apalancada	290
--	-----

Finanza para el emprendimiento y los fondos de capital privado

Tabla 8.1. Elementos clave de la estructura del fondo de capital privado en fase de levantamiento de fondos: un ejemplo	327
---	-----

El análisis de riesgo en las operaciones del *project financing*

Tabla 10.1. Características de la estructuración de <i>project finance</i>	375
Tabla 10.2. Listado sintético de identificación de riesgos en fases	387
Tabla 10.3. Elementos típicos esenciales de un <i>security package</i>	395

Herramientas contractuales de mitigación de riesgos

Tabla 11.1. Algunas tipologías de contratos de venta a largo plazo	417
Tabla 11.2. El enfoque del financiador en la gestión del riesgo	442

Herramientas financieras avanzadas

Tabla 12.1. Análisis comparativo simplificado de las alternativas de financiación a largo plazo	463
---	-----

El financiamiento privado de infraestructuras

Tabla 13.1. Índices (Infrascope) para evaluar las políticas, la regulación y las capacidades de implementación de las APP en 19 países de América Latina	493
Tabla 13.2. Características de mercado por sectores de infraestructura	496
Tabla 13.3. Distribución de responsabilidades en varios contratos de participación privada	512
Tabla 13.4. Perfil de riesgo en los diferentes modelos de participación privada	512
Tabla 13.5. Estructura de la financiación del programa de APP para la cuarta línea del metro de São Pablo	521

La estructuración de los préstamos sindicados

Tabla 14.1. Principales términos y condiciones de una posible propuesta de crédito sindicado	527
Tabla 14.2. Ejemplos de <i>covenants</i> de indicadores financieros de apalancamiento y cobertura del servicio de deuda	529
Tabla 14.3. Ejemplo de cálculo de beneficio de <i>swap</i> de interés	550

A Nicole, Angela y Luca

Agradecimientos

Por su gentil colaboración, agradezco a Juan D. Gutiérrez, Jairo M. Muñoz, Sofía Stefanelli, Laura Vila, Diego Barboni, Jaya Anderman, Ignacio Vélez, Daniel Toro y Ana María Durán.

La innovación y la globalización han favorecido el acceso a nuevas fuentes de fondeo más eficientes, flexibles y capaces de evaluar riesgos por medio de su adaptación a las necesidades de los proyectos según su sector y región. Asimismo, han difundido la utilización de nuevos productos y la aplicación de metodologías avanzadas para la evaluación financiera en la toma de decisiones sobre proyectos de inversión, pues los mercados son complejos, segmentados y cada vez más especializados. Las finanzas corporativas actuales han evolucionado a la velocidad de los mercados y de los flujos de inversiones globales, con volúmenes crecientes en países tanto industrializados como emergentes. Los mercados emergentes son los que generarán la mayor demanda en las próximas décadas, y su desarrollo dependerá de una integración eficaz y sostenible con el sistema económico y productivo de los países industrializados.

Hoy, los emprendedores, los bancos y los inversionistas acuden al mercado para encontrar herramientas más flexibles y competitivas que les permitan mitigar y compartir riesgos para aprovechar oportunidades de negocios en diferentes países y sectores. Las empresas deben contar con habilidades profesionales adecuadas y ser capaces de adaptar la estrategia, evaluar el riesgo de la contraparte e identificar las áreas en las que se crea valor. El conocimiento de los mercados, la disciplina en la planeación y la preparación y evaluación de propuestas analíticas son algunas de las habilidades necesarias que, articuladas y estructuradas, les permitirán a las empresas conciliar posiciones diferentes con las diversas partes que se involucran en las negociaciones.

La globalización de los mercados, con la liberalización de los movimientos de capitales y el uso de nuevas tecnologías de la información, ha favorecido el acercamiento de las fuentes de fondeo a la creciente

demanda de capital. Sin embargo, un amplio segmento del mercado empresarial de los países emergentes, particularmente las empresas más jóvenes e innovadoras, encuentra serias dificultades cuando busca capital para su crecimiento.

Los flujos de capitales privados hacia los países emergentes han crecido exponencialmente a partir de la década del 90, pero han demostrado una gran volatilidad, que se ha hecho más aguda en los periodos de crisis, en los que se han fomentado la creación de políticas de ajuste de las finanzas públicas, reducción de endeudamiento público y lanzamiento de reformas que favorecen la privatización y la participación del sector privado en inversiones de desarrollo de infraestructura social, por lo que se han creado más oportunidades de negocio para las empresas privadas. Paralelamente, en los países emergentes las inversiones extranjeras directas han crecido rápidamente para financiar el desarrollo económico y social, pues se ha visto una creciente necesidad de financiación de inversiones privadas en infraestructuras, nuevos intermediarios financieros e industrias productivas que necesitan renovación tecnológica.

El *project financing* y las finanzas estructuradas empezaron su difusión a mediados de los 80, cuando los bancos internacionales más modernos empezaron a crear prácticas internas pensadas en clientes que buscaban créditos con el objetivo de alcanzar altos niveles de apalancamiento. La metodología aplicada y las competencias profesionales necesarias se encontraban, solo en parte, en el banco de inversión que ofrecía asistencia en finanzas corporativas y en fusiones y adquisiciones. La marcada aceleración en la aplicación de estas nuevas técnicas de fondeo de inversiones se ha dado debido al aumento de la demanda de recursos para proyectos de inversión en los países emergentes, por lo que se ha generado un fuerte aumento en la demanda de habilidades profesionales diferentes a las del banquero tradicional.

Los bancos y las entidades financieras necesitaban evaluar préstamos e inversiones de capital en países y sectores diferentes, poco conocidos y considerados como de alto riesgo. Los departamentos de crédito corporativo de los bancos de inversiones y de los bancos comerciales en EE. UU. o en Europa tuvieron que reorganizarse, adaptar sus metodologías de evaluación de riesgo y alistarse para manejar una cartera de inversiones globales. Al mismo tiempo, este proceso de adaptación ha sido necesario igualmente del lado de la demanda. Las empresas que generaban inversiones para expandirse en diferentes continentes han necesitado mejorar su conocimiento de los mercados, y han reorganizado sus departamentos de planeación y de finanzas

para dotarse de nuevas competencias de evaluación que les permitieron tomar decisiones sobre inversión.

Las necesidades de adaptación del conocimiento a una nueva economía global también se han manifestado rápidamente en el mundo académico, en el que ha aumentado la demanda de cursos de maestría y especialización en nuevas disciplinas de finanzas corporativas avanzadas y de emprendimiento. Esto se ha dado con el fin de desarrollar competencias gerenciales y así satisfacer la creciente demanda de formación para el desarrollo de nuevos negocios.

Es bien conocido que la toma de decisiones sobre nuevos proyectos se hace bajo cierta incertidumbre, en ambientes expuestos a cambios y, en algunos casos, en mercados volátiles. Los empresarios y los inversionistas aspiran tomar decisiones correctas, eficientes y rápidas en todos los aspectos de la vida de la empresa. Sin embargo, la búsqueda de un fondeo que se adecúe a las necesidades de financiamiento es un aspecto crítico, ya que tratar con instituciones financieras e inversionistas es un proceso complejo en el cual se necesita entender el perfil, los objetivos y los requerimientos de inversión de la empresa.

Para fomentar el crecimiento necesitamos conocer cuáles son los recursos, las fuentes de financiamiento y las condiciones disponibles en los mercados. Por eso se necesita una visión integral y transversal de diferentes temas de negocios, que desarrolle conocimiento útil para buscar soluciones innovadoras en el momento en que empresas e inversionistas se encuentren en una mesa de negociación.

Estas son algunas de las razones por las cuales las empresas que operan en diferentes sectores necesitan desarrollar habilidades internas para entender cuáles son las herramientas disponibles y para aprender a manejar expectativas realistas. Las empresas tienen acceso asimétrico al mercado: las pequeñas y jóvenes encuentran grandes desafíos en la consecución de crédito en comparación con las empresas grandes, que tienen un largo historial de crédito. Las empresas industriales tienen un acceso al capital distinto al que tienen empresas de servicios y, aun más, al de aquellas que se encuentran en una etapa temprana de crecimiento.

El trabajo de preparación para la toma de decisiones de inversión se basa en la calidad de los informes financieros de gerencia y en la confiabilidad de los supuestos que se utilizan para el plan de negocios y sus proyecciones. Con estos resultados, se presentan las conclusiones para recomendar si se debe o no proceder con una inversión, si se necesitan recursos externos para realizarla o para decidir si es posible apalancar la empresa con deuda o capital. Todo esto es posible si las empresas cuentan con los recursos profesionales y con los conocimientos que permiten entender cómo funcionan los mercados, cómo identificar

a los jugadores y las estructuras disponibles y cómo reconocer, evaluar y negociar con ellos nuevas oportunidades de negocio. A menudo, el apoyo de asesores externos es clave.

Es necesario entender cómo funcionan los mercados en todos sus componentes para optimizar el posicionamiento de una parte en la negociación de una transacción. Dos elementos claves en estos procesos son tener claridad sobre el caso de negocio e identificar supuestos razonables. En el caso de capital externo de inversión se tiene la complejidad de determinar un valor aceptable por la empresa y las implicaciones que derivan de la dilución de la cuota de control. La actualidad del mercado pone a disposición de los empresarios estructuras y modelos sofisticados para calcular el retorno de una inversión, y, para los banqueros y abogados, soluciones contractuales para buscar nuevas fuentes de fondeo y mitigar los riesgos.

La oportunidad de crecimiento de las empresas queda a veces restringida ya que no conocen estructuras de financiamiento alternativas para llevar a cabo nuevas inversiones, pues, en principio, no les parece factible ser fondeadas de manera eficiente con soluciones convencionales. El capital externo que financia la expansión puede ser capital de riesgo, es decir, aportes de socios que comparten una cuota de la propiedad, o deuda a largo plazo, que se destina a inversiones en activo fijo. Así, se requiere identificar, evaluar, comparar y escoger entre las oportunidades que ofrece el mercado para atraer recursos con las mejores condiciones disponibles. Los proyectos de inversión se pueden apalancar con capital externo hasta donde los bancos lo permitan, y no hasta el nivel que alcanza el mayor valor de la empresa para los accionistas.

Las decisiones de inversión se basan en la demostración de la viabilidad y sostenibilidad de una iniciativa. El conocimiento del mercado, con un estudio del posicionamiento estratégico y competitivo, es la base de un buen plan de negocios. La preparación de un proyecto o de una empresa para su presentación ante potenciales inversionistas y financiadores es un trabajo multidisciplinario, y, dependiendo de su complejidad, requiere contribuciones de equipos diversos, con participación de expertos del sector, fiscales, ingenieros, abogados y ambientalistas. El trabajo de los expertos sirve para identificar riesgos, proponer soluciones técnicas y buscar las herramientas disponibles en el mercado para mitigarlos. En últimas, el inversionista o empresario confía en su banquero para entender la segmentación de los mercados financieros y, de acuerdo con sus habilidades, manejar de manera eficiente la negociación de la transacción.

El objetivo final de las técnicas y metodologías de estructuración financiera de proyectos es desarrollar competencias para entender cómo funcionan los mercados financieros modernos y cómo sustentar un determinado caso de negocio con inversionistas y financiadores externos, para convencerlos de que deben aprobar la propuesta de inversión y negociar transacciones exitosas. Hay que convencerlos, pues, de que el proyecto de inversión presentado tiene un mercado de venta previsible, es competitivo a nivel de calidad, precio y costos, tiene capacidad de generar el flujo de caja esperado para el inversionista o accionista en diferentes escenarios y de que ese flujo de caja ofrecerá márgenes de cobertura que asegurarán la solvencia del deudor.

Con este libro, Roberto Albisetti se distancia de los textos típicos de finanzas corporativas o de análisis financiero, pues ofrece una visión completa y útil para tomar decisiones gerenciales que requieren la aplicación de soluciones de finanzas avanzadas, pero también brinda a estudiantes, profesionales y docentes de cursos ejecutivos o de MBA un precioso manual en el cual pueden encontrar herramientas, interpretaciones e información sobre los mercados financieros de los países emergentes.

STEFANO GATTI
Director del MBA
Universidad Bocconi de Milán

1 | Oportunidades de fondeo en los mercados financieros

La obtención del capital externo: el proceso y sus participantes

La evolución de los mercados ha favorecido la introducción de nuevos servicios y herramientas que facilitan el acceso de las empresas al fondeo externo; esto, además, ha sido favorecido por la desregularización y las privatizaciones.

En el mundo moderno las necesidades de financiamiento empresarial se basan en el funcionamiento eficiente del mercado, permitiendo que se transfieran los recursos de ahorro a la inversión productiva. Para identificar los instrumentos disponibles y que mejor se adapten a las necesidades de cada empresa, es necesario conocer los mercados financieros locales e internacionales, porque en algunos casos será necesario combinar diferentes fuentes de financiamiento, tanto de deuda como de capital de riesgo. Por lo tanto, tenemos que conocer cómo funcionan esos mercados y a cuáles tipos de recursos e intermediarios podría tener acceso nuestra empresa.

Las oportunidades de fondeo en los países emergentes son más escasas porque tienen mercados financieros poco desarrollados, pues cuentan con menos intermediarios y productos. Los mercados de capitales son el ámbito en el que las empresas, y otras instituciones e individuos que requieren fondos para financiar sus operaciones, intervienen para conseguir dinero e invertir. Para aprender la forma en la que las empresas pueden obtener fondos para nuevas inversiones, tenemos que entender los procesos para la emisión y la colocación de la deuda y otros activos financieros. Por ello, es fundamental que las empresas comprendan el papel de los bancos comerciales en la adquisición de capital externo, para así desarrollar capacidades profesionales propias de negociación eficaz con todos los intermediarios financieros.

Cada empresa o proyecto, según sus características, necesita soluciones que se adapten a los factores que condicionan su acceso a fuentes externas de capital. Algunas de las variables que determinan la disponibilidad y el apetito de riesgo de los intermediarios son la situación y la coyuntura del mercado del sector, las condiciones económicas del entorno del país y del territorio donde opera la empresa y el desempeño operativo y financiero de esta. De acuerdo con ellas, los intermediarios pueden ofrecer a los empresarios diferentes soluciones para que escojan cuál fuente se adapta mejor a su caso o, por otras razones, negar el acceso a la financiación.

Los banqueros e inversionistas son profesionales que manejan y que se especializan en evaluar riesgos, por lo que el mercado financiero puede parecer muy segmentado. Por lo tanto, es importante estar listos a presentar reportes financieros y mostrar seguridad, competencia y disponibilidad a explicar las variables económicas del proyecto o de la inversión por la cual se busca fondeo. Se necesita aplicar una metodología simple. Primero se debe identificar si el mercado local ofrece opciones viables; por ejemplo, se comienza investigando el mercado, acercándose a diferentes intermediarios locales que operan en nuestro segmento de mercado para averiguar su interés y disponibilidad para financiar un caso concreto, pidiéndole cotizaciones indicativas de las condiciones que pide, para poder elaborar un análisis de evaluación comparada con las diferentes alternativas de fuentes e instrumentos disponibles. Normalmente es una buena práctica utilizar una matriz con los datos resumidos de las ofertas obtenidas para, de esta manera, comparar las condiciones de costo y de garantía, así como los compromisos requeridos por cada banco. Ese ejercicio sirve para determinar cuáles elementos son más importantes para lograr los objetivos deseados, identificar el intermediario y las estructuras contractuales que agregan el mayor valor a nuestras necesidades, las características del proyecto, los objetivos de costo, los plazos y garantías deseados y que ofrezcan flexibilidad en su manejo.

La experiencia nos sugiere que la mejor opción no es necesariamente la más barata, dentro de ciertos parámetros, pues mientras el costo, en términos de tasa de interés, margen y comisiones, es siempre un elemento determinante de nuestra comparación, la evaluación de propuestas alternativas va a comparar otros elementos contundentes que integran la propuesta de valor de un financiador o inversionista. El costo del préstamo, en sus diferentes componentes, no puede ser el único patrón de nuestra decisión. Se debe valorar una oportunidad de fondeo externo también con relación a los plazos de vencimiento y gracia de repago de capital, que afectaran nuestro flujo de caja; las

condiciones y forma de disposición del crédito; el tiempo necesario para que el intermediario procese, evalúe y decida sobre una oportunidad de financiación; la cantidad de información que requiere el intermediario de la empresa y la intensidad de trabajo necesaria por prepararla; la complejidad de la propuesta y de los acuerdos legales; la flexibilidad permitida entre ciertos límites en los contratos y, en particular, las eventuales garantías reales y personales pedidas a la empresa, o a sus socios, y la estructura de respaldo crediticio (como compromisos o *covenants*) que siempre el intermediario financiero pide para controlar la operación de la empresa y lograr un balance aceptable entre su riesgo y su remuneración.

En la toma de la decisión final se integran también elementos de juicio muy importantes que tienen que ver con la calidad de la relación entre el cliente y el banco. Además de la valuación objetiva de las condiciones financieras ofertadas, hay otros factores que pesan en este momento, tales como la motivación de las partes a hacer negocio, la alineación de interés, la posibilidad de lograr un balance equilibrado entre riesgo y remuneración, y la facilidad de gestionar la inversión o el préstamo; en particular, la intensidad de los compromisos contractuales que podrían condicionar la libertad de manejo del emprendedor o del gerente de la empresa. Entonces, no todos los elementos de la decisión deberían ser cuantitativos: también entrarán en la valuación final otros subjetivos, como la confianza de la contraparte, que afectan las relaciones personales entre quienes están negociando, las percepciones de las situaciones y la misma reputación de mercado de las partes.

Decisiones que debe tomar la empresa

Los intermediarios financieros son instituciones que recolectan los ahorros de individuos y empresas y los canalizan para las firmas que utilizan el dinero para financiar sus inversiones en activo fijo, como construcción de edificios y compra de equipo o activo circulante, inventario y cuentas por cobrar. Además de la financiación a través de intermediarios bancarios, los ahorros pueden fluir directamente a las empresas por medio de las infraestructuras del mercado bursátil, con la compra de acciones y bonos emitidos para las empresas que tengan acceso a ese mercado.

En teoría, las empresas pueden obtener fondos de diferentes fuentes y a través de una variedad de instrumentos financieros, siempre y cuando tengan acceso al mercado del crédito o al mercado de capitales. El problema del acceso al crédito es un asunto primordial en la comprensión del mercado financiero por las compañías, porque suele estar muy segmentado por productos, sectores industriales, áreas

geográficas, nivel de riesgo y tamaño y estadio de madurez de la empresa que necesita el fondeo externo.

Las pymes tienen un acceso muy limitado al mercado financiero y, en particular, al sector bancario; normalmente porque son compañías relativamente informales, que no publican sus estados financieros, no tienen auditores contables externos, mezclan el activo de la empresa con los bienes del empresario y no tienen una historia de crédito en el mercado. Por esta razón, es necesario desarrollar un conocimiento de los mercados financieros, de sus jugadores, la manera cómo funcionan y cómo toman decisiones, sus preferencias hacia el riesgo y de cómo negociar con ellos antes de desarrollar expectativas que no se cumplen, perdiendo tiempo en reuniones y entrega de informaciones que nunca lograrán el objetivo esperado de conseguir un crédito para nuestra empresa. En otras palabras, tenemos que afianzar nuestro entendimiento de cómo funciona el mercado ya que esto nos permitirá manejar expectativas realistas cuando salgamos a buscar fondeo externo en el mercado.

Los intermediarios financieros y el mercado de capitales

La obtención de capital se puede lograr básicamente de dos formas: una autónoma, mediante la retención de utilidades que se generan con la operación, y otra mediante la obtención de fondos externos, provenientes del mercado de capitales. En el segundo caso, los intermediarios apoyan a las empresas en la búsqueda de capital externo. El acceso al mercado depende en gran parte del estado de desarrollo del mercado financiero local en el cual opera la compañía que busca el fondeo externo, y, como consecuencia, los mercados menos desarrollados ofrecen menores oportunidades. La consecución de fondeo a largo plazo es particularmente importante para las empresas, pues protege del riesgo de refinanciación y facilita inversiones productivas que requieren de un tiempo para generar flujo de caja. Las economías emergentes ofrecen acceso limitado al crédito a largo plazo, y por eso siguen fomentando políticas públicas para resolver fallas de mercado.

Dichos intermediarios son las instituciones o empresas financieras que operan en la intermediación de fondos entre la oferta de captación de ahorros y la demanda de recursos de otros establecimientos. Se pueden clasificar en dos categorías. La primera la constituye el sistema bancario, que se compone principalmente de bancos comerciales, bancos y cajas de ahorro, bancos hipotecarios y bancos de microfinanza. Estas entidades están reguladas por el banco central de su país porque

toman depósitos públicos que reinvierten en operaciones de tesorería y en creación de cartera de crédito, regulación que los obliga a mantener un capital adecuado y altos niveles de liquidez para proteger a los depositantes. Además, otorgan préstamos a menudo por periodos de corto plazo, razón por la que definen el segmento del mercado minorista (*retail banking*). Su operación se sustenta en el margen de intermediación entre la tasa pasiva de captación de depósitos y la tasa activa de su cartera de créditos otorgados.

La segunda categoría está muy diversificada. Incluye los intermediarios no bancarios, como los inversionistas institucionales, los bancos de inversión (llamados *investment banks* en EE. UU. y *merchant banks* en el Reino Unido), los fondos de capital privado (*equity funds* o *mutual funds*), los fondos de pensiones y las aseguradoras. Se trata de inversionistas del mercado mayorista que toman el riesgo empresarial, en particular con grandes deudores, es decir, como emisores de deudas de grandes compañías y del sector público. Estos agentes se fondean principalmente con emisiones de deuda, bonos y colocaciones de capital en los mercados de valores que son regulados. Este mercado complementa el sector bancario al ofrecer capital corporativo y de deuda de largo plazo. La intermediación principal del lado de la captación de fondos es con inversionistas institucionales y un público de inversionistas individuales más sofisticado, capaz de evaluar el riesgo de manera profesional, diferente al de las familias que invierten sus ahorros en depósitos bancarios o en títulos de deuda pública. Este tipo de intermediarios no se enfoca en inversiones pequeñas, al contrario, ofrecen capital corporativo y de deuda de largo plazo a empresas consolidadas y de grandes dimensiones. Evalúan y toman el riesgo empresarial antes de fraccionarlo en títulos valores, que emiten a favor del público de inversionistas, quienes compran bonos y acciones públicamente en el mercado de valores o en emisiones privadas. Su compensación principal son las ganancias de capital esperado y el cobro de comisiones por sus servicios altamente calificados.

Existen también otros intermediarios no bancarios que a menudo operan en este segmento y que no están regulados por el supervisor de bancos, pero pueden captar recursos privados del público. Sus certificados de depósito tienen un nivel de regulación menos estricto de protección del ahorro, no tienen que obedecer a los requerimientos de capital mínimo o tienen formalidades más limitadas, y, normalmente, están vigilados por otros organismos de control diferentes al supervisor de bancos. Entre ellos mencionamos las arrendadoras financieras, las uniones de crédito, las empresas de factoraje financiero, las instituciones de fianzas, las sociedades financieras comerciales, entre otras.

La diferencia principal entre la deuda y las acciones es que los propietarios de la deuda tienen protección legal en su contrato ante posibles problemas financieros de la empresa, es decir, los derechos de las deudas tienen prioridad sobre los derechos de los accionistas. Los pagos por interés a los titulares de la deuda se reconocen en la contabilidad de la empresa deudora como un costo deducible fiscalmente, en contraste con los dividendos que se pagan a los propietarios de las acciones.

Los mercados de capitales son donde se encuentran los operadores en búsqueda de fuentes públicas y privadas de capital. El capital que se consigue en el mercado a través de emisiones públicas debe emitirse en forma de títulos valores registrados, los cuales son instrumentos financieros públicos negociables. Dichos títulos deben estar registrados en la comisión de bolsa y de valores del país donde se emiten para garantizar que la emisión cumpla con los requerimientos de transparencia y calidad de la información que el emisor provee a protección del público suscriptor y de los ahorradores que buscan inversiones en valores a renta fija y variable en el mercado. Los títulos valores públicos se diferencian de los instrumentos financieros privados porque pueden ser negociados en los mercados secundarios, principalmente en la bolsa, de esta manera permiten dar liquidez a la inversión financiera. También son títulos públicos negociables la acción ordinaria, la acción preferente y los bonos corporativos. El capital colocado de manera privada viene en forma de préstamos bancarios y con colocaciones privadas de deuda y capital. Estas están eximidas de los requisitos del registro porque requieren un menor nivel de información y requisitos al emisor, por lo tanto, representan un mayor nivel de riesgo. Por regulación quedan restringidas a un grupo de inversionistas profesionales más sofisticados (inversionistas institucionales), ya que se presume que tienen el conocimiento necesario para evaluar de manera profesional el riesgo subyacente al título que compran.

Las colocaciones de las acciones privadas son un mercado limitado a las acciones no cotizadas, que son la mayoría de las acciones representativas propiedad de empresas privadas, en los países donde las bolsas de valores son poco profundas, en otras palabras, son pocas las empresas con acciones listadas y negociadas allí. Las empresas familiares, con exclusión de algunas grandes, no están acostumbradas a financiarse con emisiones primarias en bolsa, principalmente porque no están preparadas para cumplir con los requerimientos de comunicación al público de sus estados financieros, entregar estados financieros auditados; tampoco están disponibles para comunicar al público su estructura de propiedad y los nombres de los accionistas, (dependiendo de los países, a veces por razones de seguridad) ni a adaptarse a los estándares mínimos de gobierno corporativo que la bolsa requiere a

emisores de valores al público, para protección de los derechos de los accionistas minoritarios. Por lo tanto, las colocaciones de préstamos, bonos y acciones en el mercado privado representan la gran mayoría de las transacciones que se presentan como oportunidad de inversión en el mercado y en los negocios. Estas se contratan privadamente entre las empresas y los inversionistas interesados. La actividad de búsqueda de fondeo privado, o *fund raising*, es una tarea compleja, también por la oferta limitada de capital de riesgo, en particular en los países emergentes. Así pues, el acceso a fuentes de capital privado queda limitado a las empresas que tienen la capacidad de llegar a ese segmento de mercado, que requiere capacidades profesionales especializadas y sofisticación para levantar el interés de los inversionistas.

Del lado de la oferta de capital, los inversionistas más especializados son aquellos que manejan las diferentes formas de fondos de capital privado, o *private equity*. Siguen los inversionistas privados con alta capacidad de absorción de riesgo en búsqueda de altos rendimientos, como son los *family offices*, los fondos de *venture capital* y algunas otras instituciones reguladas a las cuales se les permite invertir con una cuota limitada del patrimonio en títulos no registrados.

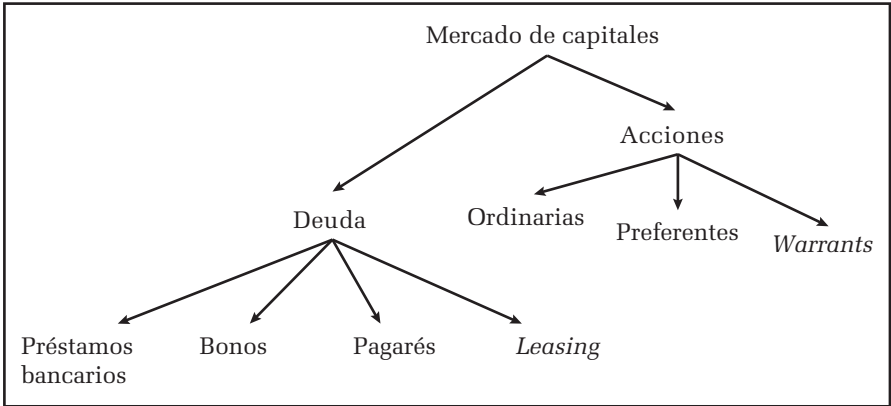
A su vez, las instituciones especializadas en capital de riesgo pueden ser inversionistas interesados en diversificar su riesgo en diferentes sectores e industrias, pero es más común que los inversionistas se enfoquen en un sector o segmento del mercado en el cual se especializan. Otros fondos se concentran en invertir capital de riesgo en una cierta fase del desarrollo o el crecimiento de las empresas. Son muy pocos los fondos enfocados en la etapa temprana de crecimiento (*early equity*); la mayoría se dedican a buscar inversiones en empresas en una etapa más madura de su desarrollo. También hay algunos, aún más específicos, que se enfocan en las empresas en fase de reestructuración (como los fondos que invierten en empresas en dificultad o *distressed assets funds*).

Algunos principios del funcionamiento del mercado privado de capital de riesgo se aplican también al mercado de la deuda privada, como la colocación de bonos privados (*private placements*) y los créditos bancarios sindicados con un grupo conocido y limitado de instituciones financieras. Estos están llamados a participar en una transacción de emisión de deuda (a veces llamada *club deal*). Además, se aplican en la búsqueda de capital *mezzanine*, en el cual pueden participar ambos inversionistas de capital de riesgo y de instituciones de crédito. El modelo de mercado para la emisión pública de acciones, por su nivel de desarrollo y profundidad, es el mercado valores de EE. UU., en particular la bolsa de valores de Nueva York.

La regulación de EE. UU. cambió después de la crisis financiera de la Gran Depresión, con una ley de 1933 que requiere que las compañías emisoras presenten una declaración del registro con la Security Exchange Commission (SEC), que contiene información de carácter general y detallada sobre los datos financieros de la empresa y una descripción del activo financiero que se va a emitir. El proceso de emisión de valores públicos normalmente inicia con un acuerdo entre el banco de inversión, que actúa como el asesor y asegurador (organizador, suscriptor) que origina y distribuye la emisión, y la empresa o emisor del título. El banco organizador sugiere a su cliente la composición del sindicato de suscripción, un grupo limitado de bancos que se encargarán de vender la emisión. En una emisión pública de acciones, la información de la declaración se debe poner a disposición de los inversionistas en un documento que se llama *prospecto*, que se distribuye, normalmente, a los interesados en las redes de bancos para informar y promocionar la emisión antes de la venta de los títulos. Cuando la comisión de bolsa aprueba el registro, el asegurador puede vender los títulos a los inversionistas que se registraron como compradores interesados; este paso representa la culminación del proceso de colocación de la oferta primaria.

Entre las responsabilidades de los aseguradores queda la actividad de investigar a la compañía que emite los títulos, cumpliendo con la debida diligencia (*due diligence*), la valoración económica de la empresa y de su patrimonio, finalmente para llegar a determinar el precio de colocación y venta de la acción.

Figura 1.1. Estructura del mercado de capitales



Fuente: Elaboración propia.

El contexto evolutivo de los mercados globales

Diferentes factores han contribuido al rápido desarrollo de la globalización de los mercados. Estos han jugado un papel preponderante y han potenciado cambios y desarrollos en la economía global, así como en la organización y regulación de los mercados, tales como:

- La baja de la intervención del Estado en la economía;
- la liberalización de tasas de interés y cambio (FX);
- la reforma del sector bancario y su gradual privatización;
- el aumento de los flujos internacionales de capitales hacia los países emergentes;
- la mejora en las infraestructuras y plataformas tecnológicas para transferir fondos y comprar activos de otros países;
- el cambio demográfico y el aumento del consumo;
- el crecimiento de las economías emergentes;
- la deslocalización de la producción hacia mercados más competitivos;
- el aumento en la demanda de crédito y capital, y
- el desarrollo de la regulación internacional de capitales fomentada por instituciones internacionales como la OECD, el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

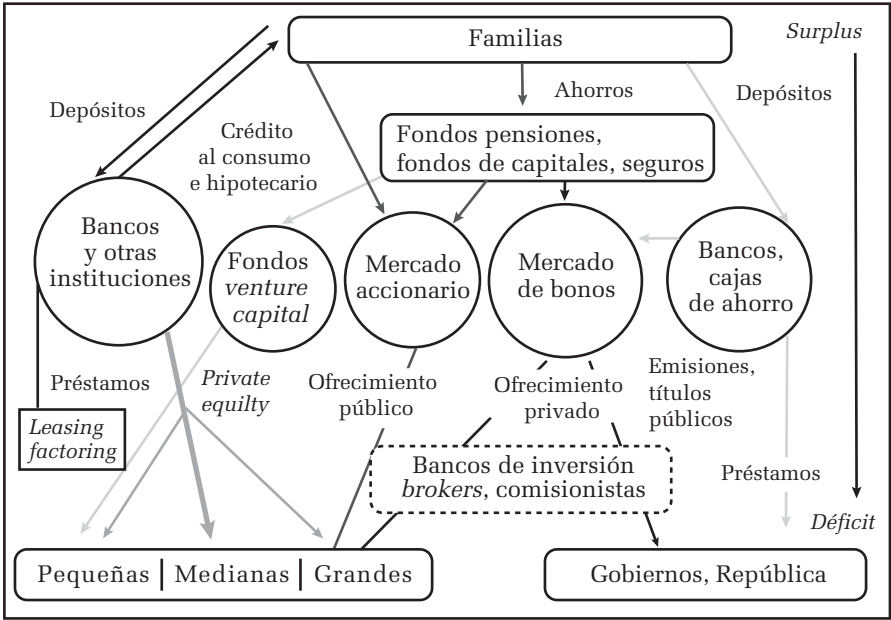
Todos esos aspectos han facilitado el aumento de los flujos de capitales internacionales. Las dos últimas crisis financieras globales han puesto en marcha una transformación que ha favorecido la consolidación del sector bancario, en particular en EE. UU., con la fusión entre bancos comerciales y bancos de inversión en bancos universales. Un banco universal, por la ley de bancos de su país, está habilitado para llevar a cabo todas las operaciones financieras que realizan las entidades financieras especializadas y, por ende, une en sus funciones las relativas a las del banco comercial, el hipotecario, el de inversión, los fondos de mercado monetarios y las arrendadoras financieras. La organización en grupos bancarios permite operar a bancos comerciales al lado de aquellos de inversión afiliados.

Tras los efectos de las repetidas crisis financieras (1982, 1994, 1998, 2008), los capitales internacionales, con sus flujos de deuda e Inversión Extranjera Directa (FDI), han aumentado su velocidad de movimiento, también en su función contra-cíclica, porque se mueven rápidamente en búsqueda de rendimientos más altos. Los mercados financieros emergentes, con su alta tasa de crecimiento, se han transformado en un destino alterno más remunerativo respecto a los países industrializados. También esos países se han desarrollado velozmente gracias a

los programas de reforma regulatoria que promueven las inversiones, facilitando el acceso del público a la oportunidad de inversión. Esos cambios permiten al mercado financiero desarrollarse, sea en profundidad o en amplitud. Como lo definen los economistas, la *profundidad* se mide con el aumento del indicador de activos financieros con respecto al PIB; queda demostrado que hay una correlación positiva de 3 a 1, es decir, un aumento del 3 % de los activos financieros en un país provoca un crecimiento de 1 % del PIB. De otro lado, se define como *amplitud* el aumento del número de los participantes en el mercado y de productos financieros ofrecidos.

Estudios comparativos del Banco Mundial sobre la estructura de los mercados financieros han demostrado que los activos de bancos comerciales representan en promedio el 160 % del PIB en países industrializados, mientras que solo llegan entre el 40 a 50 % en los países emergentes. Los activos de otros intermediarios financieros alcanzan el 80 % del PIB en países industrializados, mientras que solo llegan entre el 5 al 15 % en países en desarrollo. La capitalización del mercado bursátil es igual o superior al PIB en los países industrializados, en cambio, es solo entre el 10 al 15 % del PIB en los países emergentes.

Figura 1.2. Modelo simplificado del sistema de intermediación



Fuente: Elaboración propia.

Mercado de capitales y mercado de crédito

Aprendimos que la diferencia principal entre tomar una deuda y emitir acciones queda en el derecho contractual de los propietarios de la deuda a una protección legal ante posibles problemas financieros de la empresa; es decir, los derechos de las deudas tienen prioridad sobre los derechos de los accionistas. Además, los pagos por interés a los deudores están considerados generalmente como un costo deducible fiscalmente por la empresa, en contraste con los dividendos que pagan las acciones al accionista –si la empresa decide distribuir parte de su utilidad–, que están tasados dos veces, antes como utilidad de la empresa y después como renta del accionista.

El mercado de capitales ofrece una oportunidad de acceso a fuentes públicas y privadas de capital, por deuda de largo plazo (bonos) y por capital de riesgo (acciones). El capital obtenido a través de las emisiones públicas debe estar emitido en forma de títulos valores registrados, pues son instrumentos financieros públicos negociables. Estos deben estar registrados en la comisión de bolsa y de valores del país donde se emiten los títulos.

Los títulos valores públicos se diferencian de los instrumentos financieros privados porque pueden ser negociados en los mercados secundarios. Son títulos públicos aquellos negociados en la bolsa de valores como la acción ordinaria, la acción preferente y los bonos corporativos. El capital puesto de forma privada es ofrecido a manera de préstamos bancarios o como colocaciones privadas de bonos y acciones, que son aquellas eximidas de los requisitos del registro; estas emisiones de valores normalmente están restringidas a colocarse con un grupo de inversionistas profesionales más sofisticados (aquellos institucionales calificados). El mercado primario de las acciones privadas (o no cotizadas) son las que poseen las familias que controlan su empresa de manera cerrada y las pocas instituciones financieras que tienen acceso a invertir en el capital de las mismas como accionistas minoritarios, bajo algunas protecciones contractuales como protección de los derechos de los accionistas minoritarios.

A su vez, las instituciones especializadas en capital de riesgo se orientan en segmentos del mercado enfocados al sector de operación de las empresas, su estado de desarrollo, o su fase de crecimiento, incluyendo una posible fase de reestructuración en caso de que esté en dificultad (*turn-around*). Dependiendo de la segmentación del mercado, de la demanda de capital de riesgo (capital para financiar adquisiciones, capital para empresas en fase temprana de crecimiento, empresas en fase de crecimiento acelerado, empresas ya consolidadas), del lado de

la oferta encontramos inversionistas especializados en inversiones de capital privado, como los *family office*, los fondos de *venture capital* y los fondos de capital privado (*private equity*).

La emisión pública de acciones

En todos los países las emisiones públicas de valores quedan reguladas y sujetas a registro por la comisión encargada de la supervisión de bolsa y valores. En la práctica de mercado, los actores principales son los bancos de inversión, que actúan como asegurador, organizador y suscriptor, y, como tales, originan y distribuyen la emisión por cuenta del emisor. El banco de inversión se encarga de estructurar el sindicato de suscripción, que integra a los bancos que se encargarán de vender la emisión y de la elaboración del prospecto que contiene la información requerida que se debe poner a disposición de los inversionistas antes de la venta de los títulos. Luego de la aprobación del registro, el asegurador puede vender los títulos, es decir, puede proceder con la oferta primaria. Ellos deben investigar a la compañía que emite los títulos a través del proceso de la debida diligencia (*due diligence*), con su valoración, finalmente, lograrán determinar el precio de colocación de la acción y, por lo tanto, tienen que hacer declaraciones responsables hacia el público de los suscriptores. Es responsabilidad del banco de inversión investigar y divulgar cualquier información de la empresa emisora que sea relevante a los inversionistas y realizar una auditoría previa de la contabilidad de la empresa certificada por una firma de auditoría pública, además de revisar la calidad del plan de negocio de su cliente emisor. En el caso particular de emisión de bonos en el mercado bursátil, se solicita también al banco de inversión la consecución de una calificación crediticia por las agencias de calificación de crédito.

En EE. UU., a partir de la Ley bancaria de 1933, se requiere que las compañías emisoras presenten una declaración del registro con la SEC, que contenga:

- La información de carácter general y detallada sobre los datos financieros de la empresa;
- la descripción del activo financiero que es emitido;
- el acuerdo entre el banco de inversión que actúa como el asegurador (*underwriter* - organizador, suscriptor) que origina y distribuye la emisión, y el emisor;
- la explícita composición del sindicato de suscripción (grupo de bancos que se encargarán de vender la emisión), y

- la información de la declaración se debe poner a disposición de los inversionistas en un prospecto que se distribuye antes de la venta de los títulos a los potenciales compradores.

Cuando la comisión apruebe el registro, el asegurador puede vender los títulos. Este paso se conoce como *la oferta primaria*. Ese proceso de control se estableció luego de la Gran Depresión. El Congreso de EE. UU. decretó la ley de regulación de las actividades bancarias, conocida como la Ley de Glass-Steagall para la protección de los inversionistas y depositantes, lo que implicó la reorganización de los bancos universales, partiendo sus actividades de banca comercial y de banca de inversión. Setenta años después, la ley de modernización de los servicios financieros, de 1999, eliminó esas restricciones (desregulación) y tanto los bancos comerciales como los de inversión pudieron trabajar nuevamente como banca universal. Algunos de los grupos bancarios más grandes de EE. UU. se han fusionado para fortalecer su capital frente al riesgo de iliquidez (como Chase con JP Morgan).

El papel de los bancos de inversión

La operación de estos bancos que se encargan de la colocación de títulos se compone de dos partes: la corporativa y la comercial. La banca corporativa es un negocio de prestación de servicios compensado con honorarios, en forma de comisiones, por el servicio de conocimiento en el proceso de suscripción y emisión de activos financieros. En esta función, el banco proporciona asesoramiento para fusiones y adquisiciones, investigando, por cuenta del cliente, la prospección de un objetivo de compra, aconsejándole sobre el precio ofrecido y ejecutando valoraciones sobre las empresas. La actividad puede culminar con la búsqueda de recursos externos para financiar la compra (adquisiciones apalancadas) y con la preparación del plan de cierre y de la táctica de ejecución de la compra o fusión con la empresa objetivo. Por otro lado, el banco puede asistir a su cliente en el análisis de posibles estrategias de defensa frente al riesgo de una oferta de compra hostil externa.

Los bancos de inversión se enfocan también en el diseño de instrumentos y productos nuevos y estructurados cuya complejidad requiere conocimientos especializados. En el área comercial y de ventas, los bancos de inversión suscriben activos financieros que venden a los inversores institucionales, es decir, a fondos mutuos, bancos universales, fondos de jubilación y compañías de seguros. Una fase crítica de la negociación y venta de la emisión radica en la creación de

mercados (*market making*), que consiste en la negociación por cuenta de clientes y por cuenta propia. Con la creación del mercado, el banco posiciona el título en él para llegar a establecer el precio objetivo de la emisión. Se requiere que el banco de inversión actúe como mediador (*dealer*) de activos financieros, estando dispuesto siempre a vender o comprar, respectivamente, a precios de mayorista (*bid*) o minorista (*ask*). La compensación del banco queda en la diferencia entre el precio de oferta y demanda o de la llamada extensión del margen, y se aplica al mercado de deuda corporativa, acciones y títulos estatales.

Los bancos de inversión comercian activos utilizando también sus propios fondos, dentro de los límites permitidos. Esta actividad se conoce como negociación propia (*proprietary trading*) y permite al banco un retorno mucho más alto, asumiendo un riesgo de mercado también mayor comparado con el rol de simple distribuidor. Con la negociación propia el banco no se limita a ganar el *spread* de la oferta primaria, si bien decide mantener en su cartera la nueva acción, recién emitida, en la espera de que se aprecie con el tiempo el valor de mercado para venderla y realizar una ganancia de capital.

El proceso de suscripción

El asegurador de una emisión de acciones desempeña cuatro funciones: creación, distribución, asunción del riesgo y certificación. La creación implica dar consejo a la empresa emisora sobre el tipo de activo que debe emitir, la sincronización (o sea, el momento de la emisión) y la tasación (que consiste en la fijación del precio de emisión). También implica trabajar con la empresa emisora para desarrollar la declaración del registro, preparar y redactar el memorándum informativo y organizar un grupo de bancos de inversión colocadores de la emisión.

La distribución o venta de la emisión es realizada generalmente por el grupo de bancos formados por el asegurador. Dichos bancos se enumeran en el prospecto junto con la cantidad de la emisión que le corresponde a cada uno de ellos para la venta (su cuota de suscripción).

Con la asunción del riesgo, el asegurador tiene acordado comprar las acciones que la empresa está vendiendo y revenderlas a sus clientes. Las reglas de la ética del mercado evitan que el asegurador venda las acciones a un precio mayor al previamente convenido en el momento de la tasación, limitando con esto el precio de venta al asegurador. El riesgo real que los aseguradores toman cuando las acciones se comercializan es limitado, ya que la mayoría de las emisiones no se tasan hasta el día, incluso la hora, antes de salir a la venta. Hasta esa última reunión de tasación, el banco de inversión no puede estar seguro de vender la emisión.

La certificación es un papel adicional del banco de inversión para certificar la calidad de una emisión (a veces llamada *fairness opinion*), que requiere a su vez que el banco mantenga una reputación sana en los mercados de capitales frente a los compradores. Anticipamos brevemente los principales criterios de valoración de la acción que utilizan los bancos de inversión. Los bancos desarrollan sus análisis usando las técnicas de descuento de flujos de caja aplicadas a un modelo de valoración de empresa, usando los flujos de caja operacional neto, bajo crecimiento estable, con valor terminal y al neto de la deuda; modelos de descuento de flujo de dividendos con crecimiento esperado y tasa de rentabilidad esperada en función del riesgo específico de la empresa, medida por beta y *capital asset pricing model* (CAPM), y modelo de descuento de los flujos de caja disponibles para los accionistas, incluido el valor terminal *free cash flow of equity* (FCFE): $FCFE = \text{utilidad neta} + \text{depreciaciones} - \text{inversiones} \pm \text{variación capital de trabajo} \pm \text{variación deuda financiera}$.

En la determinación del precio de oferta, el asegurador tiene que buscar el justo equilibrio entre las expectativas del emisor y del mercado. Además de la valoración con modelos financieros, se tienen en cuenta la proyección de condiciones de mercado y la estrategia de la empresa. Se consideran indicadores comparativos de mercado, como los múltiplos P/E (*price/earning ratio*) de empresas similares en sectores y países afines para validar la congruencia del precio. La nueva emisión tiene respaldo legal en un contrato que se llama *acuerdo de suscripción*. Este acuerdo, entre la empresa y el banco de inversión, es el documento que especifica qué título se está vendiendo, la cantidad que es vendida y su precio de venta. También define el margen para el asegurador (*underwriting spread*), que es la diferencia entre los ingresos totales de la oferta y los ingresos netos que recibe la empresa que realiza la emisión, y la existencia del grado de la opción, que permite que el banquero de inversión solicite más acciones emitidas en los mismos términos que las primeras que ya se vendieron, cuando el mercado manda señales de larga aceptación de la emisión. También muestra la cantidad de comisiones fijas que la empresa debe pagar, incluyendo honorarios de listado, impuestos, honorarios del registro, los honorarios del agente de transferencia, los costos legales y de contabilidad y los costos de impresión. Además de estos costos fijos, las empresas pueden tener que pagar a los aseguradores unos *warrants* como parte de su remuneración.

En cuanto a la clasificación de ofertas, si una empresa está emitiendo acciones al público por primera vez, estas emisiones se califican

como ofrecimiento público inicial (IPO). Si la acción ya se negocia en bolsa y está vendiendo simplemente más acciones ordinarias (como en el caso de un aumento de capital), se dice que está ofreciendo acciones ya conocidas (*seasoned offering* - SEO). Las IPO y las ofertas SEO pueden incluir emisiones primarias y secundarias. En las primarias, la empresa obtiene el capital para sí misma vendiendo la acción al público; en la secundaria la iniciativa es emprendida normalmente por los grandes accionistas existentes que desean vender un número sustancial de las acciones que poseen actualmente, como opción de salida o evento de liquidez parcial de su inversión. En el mercado se contratan diferentes tipos de acuerdos de suscripción. Los dos principales son el compromiso firme y el ofrecimiento de mejores esfuerzos (*best-efforts offering*).

En una oferta de compromiso firme (*firm commitment offering*) el asegurador acuerda comprar toda la oferta de la empresa a un precio establecido y ofrecerlo al público en un precio levemente más elevado, asumiendo el riesgo de no vender la emisión; de esta manera los ingresos de la empresa están garantizados. En una oferta de *mejor esfuerzo* el asegurador arregla previamente un precio y el número mínimo y máximo de las acciones que se venderán. El asegurador entonces hace el “mejor esfuerzo” de vender la emisión a las condiciones pactadas. Los inversionistas expresan su interés depositando sus pagos en un fideicomiso del asegurador, si este no ha vendido el número mínimo de acciones después de un periodo especificado, generalmente 90 días, la oferta se retira, el dinero es rembolsado y la firma que realizó la emisión puede intentarlo otra vez más adelante. La práctica del mercado prevé que las ofertas realizadas por segunda vez se hacen con ofertas en firme. Otro tipo son las ofertas con derechos (*rights offerings*) que dan un derecho de prelación a los accionistas existentes a comprar nuevas acciones en la empresa, generalmente a un precio con descuento. Una oferta directa, con una base *stand-by*, incluye un acuerdo con el banco de inversión de tomar cualquier derecho no ejecutado y ejercitarlo, pagando el precio de la suscripción a la empresa a cambio de las meras acciones.

Emitir una deuda pública y acciones puede ser un proceso muy largo y costoso. Para las empresas grandes la emisión de deuda es relativamente rutinaria y los costos son relativamente bajos. Las emisiones de acciones son mucho más costosas y requieren de un proceso laborioso para ellas; además, es muy raro que puedan ser convenientes y factibles para empresas más pequeñas, pues sus costos fijos son especialmente altos para las empresas que emiten acciones por primera vez.

Tabla 1.1. Síntesis de herramientas y productos del mercado financiero

Tipo de herramienta	Descripción del producto
Deuda <i>senior</i>	Más alto rango de deuda, con o sin garantía colateral
Deuda subordinada	Diferentes tipos de subordinación (a otra deuda, solo en liquidación, en el pago de interés, de repago en cuotas de capital)
Acciones preferenciales	Derecho al pago de un dividendo mínimo, menor derecho de voto
Acciones ordinarias	Adquiere el riesgo total de empresa

Fuente: Elaboración propia.

Financiación a través de deuda

Los préstamos bancarios son sin duda la fuente de financiación externa más utilizada por las empresas. Existe mucha teoría, tanto en el mundo académico como en el ambiente de los negocios, sobre el endeudamiento bancario. También hay algunos mitos que es útil tumbar antes de entrar a conocer más a fondo cómo funcionan los mercados, los intermediarios y los productos principales de deuda. Por ejemplo, tenemos que eliminar la creencia simplicista de que los bancos se aprovechan de los clientes, cargan tasas de interés demasiado altas y limitan el acceso al crédito de las empresas. Los bancos son empresas financieras que buscan el justo equilibrio entre riesgo y retorno, siguen criterios de prudencia para defender su propio patrimonio y los ahorros de sus depositantes finalmente, quieren ganar en su actividad de crédito.

Debemos definir cuáles son los elementos esenciales de un contrato de deuda. Hay algunos elementos imprescindibles en este tipo de acuerdos: la identificación del deudor, el tamaño o monto del préstamo, los pagos de intereses, la periodicidad del pago o reembolso del principal y la eventual garantía de respaldo de la deuda. Además de prometer el pago de efectivo en el futuro, un contrato de deuda también establece los requerimientos financieros a cargo del deudor y las restricciones contractuales que el prestatario debe cumplir. Las cláusulas centrales del contrato establecen los derechos del tenedor del instrumento de deuda en caso de que el prestatario entre en suspensión de pagos, es decir, que incumpla algunos de los términos esenciales del contrato, en particular el compromiso de pagar interés y capital.

La amplia variedad de contratos de deuda existentes genera un amplísimo sistema de clasificación y un vocabulario específico de la deuda. La tipología de mercado más común son los préstamos que se definen como *deuda senior*; de aquí se deduce que existe también una *deuda junior*, pues caracteriza a un segmento del mercado particular que se define como instrumentos híbridos o *mezzanine*. Normalmente se identifica como *deuda senior* a la deuda no garantizada, pero tampoco subordinada a otros tipos de deudas. El principio de base es que, en caso de liquidación del deudor por incumplimiento, esta tiene los mismos derechos de cobro sobre el activo del deudor de los demás prestamistas quirografarios o no garantizados. Al respecto, los financieros definen el principio legal de *pari passu*, esto es, todos los acreedores quirografarios tienen los mismos derechos frente al patrimonio en liquidación del deudor.

Los cuatro tipos de contrato de deuda más comunes que las instituciones financieras proponen a las empresas para financiar sus operaciones son: los préstamos bancarios, el arrendamiento financiero, los pagarés de empresa (categorías que trataré en un capítulo más adelante) y los bonos (obligaciones). Estos últimos son títulos valores normalmente de renta fija, negociables y transferibles por ser registrados en bolsa o colocados a través de una emisión privada con inversionistas seleccionados (*private placement*). Las reglas que especifican los derechos a protección del acreedor y comprador de los bonos y las restricciones a cargos del deudor y emisor se identifican en cuatro tipos referentes a las limitaciones de disponibilidad de activos, dividendos, financiación y vinculación. Algunas emisiones de bonos contienen opciones, que son derechos del tenedor de los bonos que permiten, tanto al comprador como al vendedor, terminar el contrato del bono, a menudo obligando a la parte que ejercita la opción a realizar ciertos pagos o a tomar riesgos diferentes. Las opciones incorporadas más importantes son la de compra, convertibilidad y venta. Los bonos contienen el pago de un interés anual, o cupón, la periodización del pago del principal, o amortización, y el valor nominal, que es la cantidad que denomina el monto nominal de la deuda. Los bonos a tasa fija generalmente pagan la mitad del cupón establecido cada seis meses. La tasa del cupón es el cupón en forma de porcentaje sobre el valor nominal. Por tanto, un cupón del 8% prevé dos pagos de \$ 4 cada semestre por cada \$ 100 de valor nominal. El tenedor de un bono a tasa fija queda expuesto al riesgo de fluctuación de la tasa de interés de mercado, es decir, el valor de mercado del bono baja cuando la tasa de interés es mayor a la tasa del cupón. Los bonos a tasa variable son menos comunes. Las tasas de interés de estos bonos son compuestas por una valoración de

referencia más un margen fijo o variable. El vencimiento de uno de ellos es el máximo periodo de tiempo que el deudor tiene para cancelar el principal en su totalidad. Los plazos de vencimientos de bonos corporativos son por lo general inferiores a 30 años.

El precio de emisión del bono es la cantidad a la cual se coloca en el mercado o se vende, en particular en relación al principal que se debe. Si se vende a un precio arriba de su valor nominal, paga una prima de emisión, se dice que se vende sobre par. El mercado define tipos diferentes de bonos según el flujo de caja que ofrecen al inversionista. Encontramos cupón simple (o bonos *bullet*), de renta fija con cupón de interés pagado en dos pagos semestrales y donde el principal se cancela junto al último pago de intereses. Existe un cupón cero que no paga interés periódico y solo tiene un único pago al final; se emite por un valor a descuento sobre su valor nominal. La cuantía de este descuento depende de las tasas de interés vigentes y de la calidad crediticia del deudor. Existen también bonos con cupón diferido, que permiten al emisor retrasar la obligación del pago de intereses por un periodo determinado (por ejemplo, 5 años); esta estructura facilita a la empresa deudora, que necesita un cierto margen de maniobra en su flujo de caja, la esperanza de flujos crecientes hacia el futuro. Los bonos a perpetuidad, infrecuentes, en teoría duran para siempre (hasta cuando exista el deudor) y solo pagan cupón de intereses.

Financiamiento tradicional a través de la banca comercial

Por definición de ley, que se aplica en todo el mundo, el servicio de depósito y crédito solo pueden prestarlo las instituciones bancarias reguladas que imponen la autorización de un órgano de supervisión gubernamental, o de la banca central, para organizarse y operar como tal. La banca comercial realiza la función de intermediación directa, que consiste en la captación de recursos del público mediante depósitos a la vista y a plazo y luego, invierte parte de esta liquidez otorgando créditos a las familias, las empresas y al sector público.

En este sistema, las instituciones de crédito se obligan a reintegrar las cantidades de dinero que les depositan sus clientes, mientras los usuarios del crédito se obligan con los bancos a liquidarles los financiamientos que les concedieron. Como puede apreciarse, en la intermediación directa, los inversionistas y ahorradores asumen el riesgo sobre los recursos que prestan o depositan en las instituciones de crédito, en las que confían. Asimismo, los bancos asumen el riesgo de los financiamientos que les otorgan a los demandantes de crédito.

La desregulación y el desarrollo de los servicios financieros han hecho evolucionar las operaciones y esquemas crediticios tradicionales que se utilizaban para financiar las empresas, de tal manera que ahora la participación de la banca comercial en el financiamiento ha perdido importancia relativa en el mundo respecto del total invertido en proyectos, especialmente de largo plazo debido a tres factores principales:

- La aparición de otros intermediarios financieros no bancarios que compiten por los recursos, que propicia el desarrollo equilibrado del sistema y promoviendo la competencia entre sus integrantes y la mayor eficiencia del sector;
- la tendencia mundial hacia la bursatilización de los riesgos de crédito que fondea los negocios, no solo con instrumentos de deuda, sino también con emisiones de capital y deuda puesto directamente al público, gracias al desarrollo de los mercados de capitales y de la infraestructura de los mismos, y
- la disminución de los márgenes de intermediación en la banca comercial, por sus altos costos de operación. Esto se debe al manejo de grandes volúmenes de transacciones y diferentes servicios que requieren fuertes inversiones de infraestructura, que hacen perder eficiencia y afectan la posibilidad de competir con rendimientos adecuados en la captación de depósitos. Mientras, pierden competitividad hacia los demandantes de crédito por pedir una remuneración más alta respecto a las mejores condiciones que ofrecen otros intermediarios en cuanto a costo y flexibilidad.

Lo anterior no significa que la banca comercial tienda a perder su rol de intermediario, por el contrario, tiene un papel muy importante para el desarrollo de la economía, porque entre sus actividades ayuda a los participantes de los otros mercados a realizar sus operaciones (como las transferencias de recursos de las grandes empresas e instituciones entre sí y a cualquier parte del mundo; custodia de valores; recepción de depósitos de efectivo, valores y divisas; funciones en el campo de operaciones fiduciarias y muchas más). También tiene una función trascendente en el mercado del menudeo, porque interviene en la captación de los recursos de los pequeños ahorradores e impulsa a las empresas de menor tamaño que no tienen la capacidad de financiarse en otros mercados; por tanto, debería ser la fuente adecuada de financiamiento para empresas medianas o pequeñas. Es conveniente mencionar que las instituciones del sistema bancario, con objeto de estar en mejores condiciones de competencia, realizan esfuerzos importantes para reducir sus costos operativos, simplificar sus procesos y establecer sistemas

informáticos y de comunicaciones con la tecnología más avanzada y así evitar que el público, en general, recurra personalmente a los bancos, lo que les permite reducir sus erogaciones de personal, cuestiones que además ofrecen grandes ventajas de eficiencia para sus usuarios.

Préstamos bancarios

Lo que comúnmente se define como línea de crédito es una decisión de un banco que no se compromete en la práctica a prestar el dinero, pues él aprueba un “cupó” a favor de la empresa, es decir, define un monto de disponibilidad para un cierto tiempo y a un margen indicativo de compensación o remuneración (*spread*), con base en su análisis de riesgo y solvencia del cliente, y luego tiene la libertad de fijar la tasa de interés en el momento en el cual la empresa solicitante pida el desembolso de los fondos. Si el cliente considera en el momento de necesidad de los fondos que la tasa de interés aplicada es demasiado alta, puede decidir no utilizar la línea de crédito disponible. En otras palabras, la línea de crédito normalmente no es un compromiso en firme del banco a prestar, mientras el compromiso de préstamo es un contrato más formal que especifica el tipo y el interés cargado, además de las condiciones de disponibilidad de monto por un cierto tiempo definido.

Cabe mencionar un principio básico que las empresas deberían considerar antes de tomar una deuda bancaria. En la economía globalizada el acceso a los mercados internacionales permite escoger préstamos en monedas extranjeras, ofreciendo más opciones respecto a la moneda local del país en el que la empresa genera sus ingresos. Sin embargo, el acceso al mercado internacional queda restringido a las empresas más grandes. Si bien el mercado a veces ofrece la posibilidad de cobertura del riesgo de cambio, es siempre conveniente y oportuno evitar una exposición a este riesgo con endeudamiento financiero en monedas fuertes cuando la empresa no genera ingresos en la misma moneda, pues no cuenta con la cobertura interna para afrontarlo, a pesar de la aparente conveniencia de un diferencial de interés favorable entre las dos monedas. Ese principio es particularmente valioso para las empresas pequeñas y medianas porque tienen un acceso restringido a las herramientas de cobertura de riesgo de mercados.

En principio, los préstamos bancarios prevén tasas de interés variables, pues los bancos prefieren no tomar el riesgo de interés, es decir, prestan (o intermedian) los recursos recaudados de sus clientes en cuentas de depósito, que son, en su gran mayoría, a vista y a tasa variable y, en teoría, no deberían tomar el riesgo de financiar a plazo

cuando se trate de un fondeo a vista. Por lo tanto, una línea de crédito es un acuerdo entre un banco y una empresa, generalmente por un préstamo de corto plazo, por el cual el banco autoriza la cantidad máxima a prestar, pero no la tasa de interés. Un compromiso de crédito es un acuerdo que obliga al banco a prestar una cantidad máxima prefijada a una tasa también preestablecida cuando lo solicite la empresa, siempre y cuando esta última cumpla con los requisitos establecidos cuando se realizó el acuerdo.

Los créditos revolventes, o por capital de trabajo, son un tipo de préstamo a corto plazo (inferior a 12 meses) utilizado para financiar capital de trabajo y necesidades de flujo de caja temporales, que se origina por el remplazo de inventario y por el aumento estacional de cuentas por cobrar. Los fondos son entregados por el banco y pagados a este sin un cronograma predeterminado; además, son solicitados cuando la empresa los necesite, hasta el máximo especificado. La flexibilidad típica de esos créditos permite al cliente desembolsar y rembolsar sin fecha fija, dependiendo de su flujo de caja. Es una práctica común del mercado utilizar este tipo de crédito frente a la necesidad de un fondeo del cliente a mediano plazo, con un acuerdo implícito de renovar el crédito a su fecha del vencimiento. Mientras se entiende que las empresas tienen necesidad de fondeo de capital de trabajo “permanente”, o sea, tienen un desbalance de caja promedio constante, no es correcto para el banco financiar con ese tipo de contrato, a corto plazo, un activo fijo, como equipos o edificios. Cuando la empresa apalanca su operación a corto plazo frente a inversiones en activos fijos, los bancos no cumplen con su mandato de mantener una política de exposición al riesgo con vencimientos balanceados, pues ponen en riesgo su balance frente a potenciales crisis de liquidez del cliente.

Se define como tasa de interés flotante, o variable, la remuneración o precio cotizado en un margen o *spread* fijo sobre una tasa de referencia de mercado de fácil identificación, que es la tasa de interés variable especificada en el contrato. El *spread* depende de la valuación del riesgo de incumplimiento del deudor que entre en suspensión de pagos, o sea, de la solvencia o de su calidad crediticia. El *spread*, o margen sobre las tasas de referencias, se cotiza en términos de puntos básicos, donde 100 puntos básicos son iguales al 1 %. Es intuitivo que a las empresas que tiene un alto nivel de apalancamiento, respecto al promedio de su sector industrial, se asocie un riesgo más alto de entrar en suspensión de pagos, por lo tanto, los bancos cobran un margen de remuneración del riesgo más alto. Miremos algunos ejemplos de tasas de referencia para préstamos a tasa variable.

En cada país los mercados cotizan diariamente tasas de tesorería. Las más comunes se refieren a rendimientos de los títulos de deuda pública o del mercado interbancario. Se trata de tasas de referencia de fácil acceso, transparentes, monitoreadas por el banco central y publicadas en los periódicos y en páginas web. En muchos países se cotizan para vencimientos de la deuda pública desde un mes hasta 30 años. Los gobiernos, por medio de su ministerio de hacienda o finanzas, son emisores de deuda con cupón con vencimientos entre 6 meses y 10 años. Para emisiones de deuda a plazo se usan los bonos públicos, que son un instrumento de colocación de deuda pública en el mercado y que pagan cupón con vencimientos mayores a 10 años. En EE. UU. la tasa de los fondos de la Federal Reserve (FED) representa un parámetro de referencia base (*benchmark*) para el mercado monetario, y funciona de la misma manera en los demás países. Es la tasa a la que los bancos pueden pedir prestada o depositar liquidez faltante o excedente a la tesorería nacional. Se trata también de la tasa aplicada para préstamos de liquidez por un día entre dos instituciones financieras, es decir, en el mercado interbancario. Su uso principal se debe al manejo de la liquidez de los bancos: un banco comercial podría tener menos reservas liquidas (a vista) de lo que es obligatorio por regulación bancaria, por lo cual, entonces, es necesario pedir prestadas reservas de otro banco o agencia financiera pública que tenga un excedente de tesorería. El manejo de las tasas FED se ha vuelto la principal herramienta de política monetaria, que se ha usado frecuentemente en las maniobras de política monetaria más conocidas, como las medidas de *quantitative easing*, para inyectar liquidez en los mercados financieros en periodos de crisis financieras, cuando los bancos tienen preferencia por la liquidez y bajan su disponibilidad a prestar al sector empresarial. Considerada la importancia del dólar en la economía y el comercio globales, maniobras de política monetaria con el ajuste de la tasa de referencia de la FED, afectan la liquidez y los mercados globales.

Otra valoración globalmente usada en los mercados financieros desde hace medio siglo es la Libor, que es la tasa interbancaria ofrecida en el euromercado, con base en Londres. Esta representa un conjunto de tasas aplicables a diferentes plazos y ofrecidas por depósitos a tiempo entre bancos internacionales importantes y otras entidades financieras relevantes operantes en el mercado de los eurodólares (dólares detenidos en cuentas afuera de EE. UU., principalmente por entidades ajenas a las norteamericanas). Los plazos varían desde un día (*overnight*), una semana, un mes, tres meses, seis meses, un año y hasta cinco años.¹

1 La autoridad de supervisión financiera del Reino Unido ha declarado que a finales del 2021 se pondrá fin a la tasa Libor.

En el mercado se cotizan otras tasas de referencias usadas en las transacciones financieras, como la tasa de letras comerciales (pagarés de empresas o *commercial paper*), que se derivan de la remuneración o rentabilidad que ofrecen las empresas más importantes y de alta calificación de riesgo sobre sus notas o pagares de corto plazo. También esa tasa de referencia puede llegar al mediano plazo cuando cotiza la rentabilidad aplicable a emisiones de cupón cero emitidas siempre por las empresas de muy alta solvencia. Otra valoración de referencia que tuvo larga aplicación en EE. UU. es el *prime rate*, o tasa preferente, su uso presente en los mercados internacionales es raro pues es más alta que la Libor.

Contratación de crédito con los bancos comerciales

Los bancos comerciales son entidades reguladas por la agencia o entidad pública encargada de la supervisión bancaria de cada país. Un criterio fundamental para controlar el nivel de exposición de los bancos, inspirado en la prudencia y la diversificación de riesgos, mide la concentración de riesgo de la cartera de crédito de un banco. Cada uno de ellos tiene que observar las directrices que imponen *límites de concentración máxima de riesgo*, por sector y por cliente, que se miden bajo criterios precisos de ponderación con respecto al patrimonio del banco y a su diversificación de cartera. Por ende, los bancos siguen también criterios propios de máxima exposición por cada cliente y comparten la información de su exposición con clientes y con otros bancos; también, a través de los servicios de data crédito, establecen cupos máximos de exposición por usuario. La implicación inmediata en el mercado es que un solo banco difícilmente puede satisfacer la necesidad de fondeo externo de un cliente, a pesar de que existe una práctica de mercado común de elegir uno o dos bancos de relación preferencial, con los cuales el usuario establece en el tiempo una relación privilegiada y de confianza. En otras palabras, una empresa (y también un banco comercial) puede elegir con quien quiere tener una relación de trabajo preferencial, pero es imprudente (y no es conveniente), para ambos lados, vincular una relación de crédito que cree una excesiva dependencia recíproca. La negociación y contratación de préstamos corporativos de montos relevantes es una tarea compleja y larga. Es importante tener conocimiento de las prácticas de mercado aplicadas por los bancos en negociaciones de contratos de financiación de mediano y largo plazo, es decir, por préstamos de plazo más largo de 18 a 24 meses. Normalmente, estos préstamos deben sustentarse

en la demostración de sostenibilidad financiera y de solvencia de la empresa; por ejemplo, la gerencia tiene que demostrar que el préstamo es coherente con los planos de crecimiento de mediano plazo y que se utilizará para necesidades de mediano plazo, como la compra de nuevo equipo, una nueva sede, el desarrollo de una nueva unidad productiva, la compra de otra empresa (que son inversiones que deberían generar más ingresos) o la reestructuración de la deuda a corto plazo.

Por esta razón el mercado ha desarrollado herramientas técnicas que tienen como objetivo compartir, fraccionar y diversificar el riesgo entre bancos. Estos se asocian en consorcios privados para compartir préstamos de monto relevante hacia un solo cliente. Cuando pocos bancos se unen como contraparte de un contrato de préstamo, que excede su límite individual de riesgo hacia un usuario para compartir el riesgo de crédito, se habla de transacciones *club deal*. En ellas, normalmente, el beneficiario invita a asociarse para colaborar a sus bancos de relaciones en un préstamo de monto relevante, normalmente por una deuda de mediano o largo plazo, por ejemplo, para la compra de un equipo costoso e importante para la empresa. Cuando el monto del préstamo es aún más grande y sirve para financiar una nueva planta o una adquisición de una empresa, el mercado ha desarrollado los créditos sindicatos. Debido a que estos representan una herramienta ampliamente utilizada en el mercado, los trataremos con mayor detalle a continuación, pero ya definimos su alcance en esta reseña de los principales contratos de préstamos.

El préstamo sindicato es una forma común en los mercados domésticos, y en los internacionales, de conseguir préstamos corporativos de largo plazo y por montos relevantes. Normalmente, estos préstamos son denominados y disponibles en diferentes monedas porque el cliente los utiliza para pagar proveedores en diferentes países. En la siguiente sección se presentarán los criterios principales de funcionamiento de una técnica de fraccionamiento de riesgo largamente utilizada en el mercado.

Los préstamos sindicatos: Euroloan

Los *euroloan* son créditos sindicatos entre grandes bancos comerciales que operan en el euromercado. Se trata de préstamos de monto elevado que permiten aplicar una técnica simple para compartir el riesgo de crédito y el manejo de una transacción a largo plazo entre un grupo o consorcio de bancos comerciales internacionales. Se establece un contrato entre los bancos participantes (*participation agreement*) en el que cada uno pueda comprometerse a desembolsar solo su cuota suscrita de participación. La empresa normalmente otorga un *mandato* a un banco de relación (*lead-arranger*) para organizar y liderar

el sindicato de bancos que será la contraparte del préstamo sindicato (*loan agreement*). También, en ese segmento de mercado, se aplica la posibilidad de ofrecimiento “para compromisos en firme”, o bajo mejor esfuerzo (*best effort*). El sindicato puede incluir muchos bancos, con diferentes niveles de monto comprometido; si se compone de un grupo limitado de bancos invitados por el *arranger* y conocidos por el deudor, también en ese caso se habla de *club deal*. El proceso de selección para incorporar bancos al sindicato puede ser competitivo (*beauty contest*), caso en el cual el organizador pide ofertas por medio de una propuesta que contiene la información sobre el deudor y establece los términos básicos ofrecidos en la transacción, para permitir a los bancos evaluar el riesgo y decidir si se quieren adherir a la propuesta y por cuánto. Es frecuente que la competencia se enfoque más en la remuneración propuesta y en la capacidad de absorber riesgo país, el riesgo específico de la empresa (u del proyecto), el plazo de repago, las restricciones contractuales pedidas al deudor y en las garantías accesorias.

Los bancos se dividen en subgrupos: coorganizador (*co-arranger*), codirector (*co-lead manager*) y participantes (*participants*), dependiendo del apetito al riesgo de cada integrante; a cada grupo le corresponde un monto mínimo suscrito y comisiones decrecientes. El rol del líder (*lead-arranger*) incluye la organización de la evaluación del crédito (*due diligence*), la preparación del prospecto informativo (memorándum informativo) de la propuesta económica, u hoja de términos (*term sheet*), la coordinación del sindicato, la negociación con el cliente y la preparación de los documentos legales (*loan agreement* y otros documentos contractuales accesorios). El *agent* es el banco comercial que administra el préstamo, averigua el cumplimiento de las condiciones de desembolso, establece y comunica periódicamente la fijación de la tasa de interés, maneja las transferencias de los flujos, recauda y reparte los pagos del deudor a su vencimiento, supervisa la ejecución del contrato y el respeto de sus compromisos y restricciones, aprueba *waivers* (aprobaciones al deudor a desviarse de algunas condiciones), administra la garantía o el paquete de garantías (*security package*) cuando existan garantías colaterales, así como fideicomisos para vincular y canalizar el flujo de caja para el repago. Al *agent* le corresponde una comisión periódica para remunerar sus servicios.

El prospecto

Para evidenciar la complejidad de la organización de un crédito sindicado y definir que su aplicabilidad está limitada, en la práctica, a las empresas grandes, enlistamos el contenido de un *prospecto informativo*

sobre el deudor, o sea, la información que es necesaria para elaborar y acceder a esta herramienta de fondeo:

- Descripción del deudor, el proyecto, la propiedad, el gobierno corporativo y la gerencia.
- Elementos estratégicos de la empresa, resumen ejecutivo del plan de negocio, posicionamiento competitivo de mercado y situación del sector y estudio de mercadeo.
- Utilización de los fondos, presupuesto de la inversión y programa de ejecución.
- Marco político y económico del país del deudor y del sector en el cual opera.
- Análisis financiero del deudor, histórico y prospectivo.
- Modelos económico-financieros con proyecciones hacia futuro del desempeño de la empresa, con explicación de los supuestos y análisis de sensibilidad.
- Eventual garantía accesoria disponible y su valoración.
- Principales contratos y términos relacionados con la inversión financiada (nuevo proyecto, expansión industrial, adquisición, reestructuración del balance).
- Conclusiones de eventuales reportes de asesores independientes.
- Evaluación del riesgo del impacto ambiental y medidas correctivas.
- Estructura financiera, términos y condiciones propuestas y contenido esencial de la hoja de términos negociada con el deudor.
- Evaluación del riesgo específico corporativo, de *project finance* o de adquisición como base de respaldo de la remuneración propuesta.
- Calificación de crédito de parte de una calificadora de crédito o *rating* implícito otorgado por el organizador y evaluador.
- Debida diligencia legal y documentación legal contractual propuesta.

La hoja de términos

En la práctica de mercado las propuestas financieras se presentan en forma de hojas de términos o *term sheet*. Normalmente, los bancos la presentan al cliente una vez se ha terminado la evaluación del riesgo de crédito subyacente, es decir, después de haber aprobado la financiación y calificado la calidad de crédito del deudor o su probabilidad de cumplimiento. Este documento contiene condiciones que se proponen al cliente y este tiene un margen de negociación con el banco que tiene que aprovechar para lograr las mejores condiciones posibles.

Su contenido estándar normalmente incluye los siguientes puntos:

- Identificación del deudor y documentación relevante sobre el eventual proyecto de inversión.
- Capitalización del deudor, accionistas y composición de la propiedad.
- Definición del tipo de préstamo (*senior*), sea hipotecario o con garantía (sin subordinación).
- Destinación de los fondos: costo de la inversión, prepuesto del proyecto y su justificación bajo el plan de negocios.
- Documentación principal de la transacción (compra de equipo, contrato de compra del lote, concesión de obra, contrato de construcción, contratos de venta a largo plazo del servicio o producto, acuerdo de accionistas, estatuto, permisos y licencias, contratos de renta y arrendamiento, contratos de seguro).
- Listado de la deuda existente.
- Forma de respaldo de los accionistas, garantías reales, hipotecas, pagarés, garantías de terceros o colaterales.
- Eventuales actos de la autoridad, permisos, aprobaciones de la junta directiva para contratar la deuda.
- Compromisos de los accionistas de mayoría a mantener control (o no cederlo).
- Contratos de soporte técnicos, licencias y operacionales.
- Cuentas con fideicomiso o fiduciarias para controlar el flujo de caja.
- Plazo final y de reembolso del capital, eventual periodo de pago de solo interés y fecha del primer pago de capital.
- Eventuales condiciones de reembolso anticipado (desde cuándo es permitido, monto mínimo, penalidad aplicable).
- Condiciones de aceleración de la deuda: el banco podría pedir el reembolso anticipado por incumplimiento o suspensión de pagos.
- Condiciones financieras: tasa de interés de referencia y margen/*spread* aplicable, periodicidad y fechas de pago de interés.
- Otras comisiones aplicables: de compromiso (*commitment fee*), comisión de administración (*management fee*), recuperación de gastos legales y otros gastos reembolsables, comisión de organización (*arrangement fee*), comisión de éxito (*front end fee*, *success fee*).
- Interés de mora aplicable y penalidad por pago atrasado.
- Cláusulas estándares de mercado (euromercado).
- Periodo de disponibilidad durante el cual el deudor puede pedir desembolso de los fondos comprometidos y fecha límite de

disponibilidad (*cut off date*), plan de desembolso y utilización prevista de fondos.

- *Negative pledge* (principalmente en préstamos sin garantía), o sea, compromiso del deudor a no otorgar garantías por nuevo endeudamiento sin compartirlas con el banco prestamista.
- Condiciones para el desembolso (*conditions precedents*): el deudor queda condicionado al cumplimiento de requisitos como la entrega de pagarés y opiniones legales, acta constitutiva, estatuto de la empresa, valuaciones y reportes de expertos independientes, vigencia de contratos, permisos y autorizaciones, deliberaciones de la empresa, evidencia de poderes legales de los gerentes y contratos de seguros.
- Condiciones para todos los desembolsos: el deudor está al día con sus pagos, no está incumpliendo compromisos contractuales (restricciones), la empresa no ha peyorado sustancialmente su situación respecto a cuando se aprobó el préstamo (*material adverse change*), las declaraciones del deudor (*representations and warranties*) siguen vigentes.

Cláusulas de protección a favor de los bancos

Se llaman *covenants* a los acuerdos de préstamos, hechos por el deudor, que incluyen cláusulas de protección y vinculación que imponen restricciones y compromisos contractuales a la operación de la firma deudora. Estos compromisos son de dos tipos: “de hacer” o *affirmative covenants*, y “de no hacer” o *negative covenants*.

Hay compromisos “de hacer” como no cambiar el objeto de la empresa, mantener en vigencia los permisos, autorizaciones y seguros; cumplir con los requisitos de los principios contables (IFRS), entregar los reportes contables y financieros periódicamente, entregar el balance auditado en cierta fecha y respetar las restricciones (indicadores o *ratios* pactados, o sea, los *financial covenants*). Por otro lado, los de “no hacer” establecen restricciones que sirven para proteger el flujo de caja y el patrimonio de manera indirecta, como la prohibición a asumir endeudamiento adicional mayor a lo permitido, vender un activo o invertir por montos superiores a lo autorizado, hacer cambios corporativos relevantes por el negocio (fusiones, adquisiciones), conceder privilegios a terceros sobre el activo de la empresa, no pagar dividendos si no se cumplen las restricciones impuestas, hacer contratos a condiciones muy favorables con socios, con subsidiarias y partes relacionadas (principio del *arms length dealing*).

Los contratos de préstamo prevén que las cuotas de interés y de capital se paguen puntualmente. En caso de incumplimiento de pago en

una fecha contractual, existe una cláusula central de los acuerdos que define la suspensión de pagos (*default*), la cual se distingue de aquella por falta de pago debido a incumplimientos técnicos, por ejemplo, de *covenants* u otros compromisos contractuales. El contrato normalmente prevé un periodo limitado para permitir corregirlos o remediarlos.

Los acuerdos entre los acreedores son parte de los contratos de préstamos complejos, cuando la empresa contrata algunos préstamos paralelos con diferentes bancos prestamistas. En ese caso, en particular cuando los préstamos financian la misma obra, proyecto o compra de otra empresa, los bancos pueden firmar un acuerdo para coordinar su ejecución, prevenir disputas entre sí, alinear las cláusulas comunes con la definición de términos comunes, manejar garantías compartidas, regular la concesión de derogas (*waivers*), gestionar la amenaza de incumplimientos y los periodos de espera en caso de incumplimientos (*stand still period*).

Para protección del prestamista existen también cláusulas de los activos que limitan la adquisición, uso y disposición de los activos del deudor. Estas estipulaciones especifican qué derechos tiene el banco prestamista, o tenedor de bonos, sobre los activos de la empresa en caso de incumplimiento. Por ejemplo, la deuda *senior* tiene el derecho de liquidar o administrar los activos para satisfacer sus derechos de repago antes de que cualquiera de los acreedores subordinados reciba sus pagos. Mientras que si la deuda fuera garantizada, la empresa habría comprometido activos específicos que serían entregados a los prestamistas en caso de suspensión de pagos. Además de las cláusulas de activos, los bancos negocian las cláusulas de financiación que impiden que la empresa deudora emita deuda adicional, lo que diluiría los derechos de los tenedores de deuda existentes sobre los activos de la empresa. Estas cláusulas generalmente especifican que cualquier nueva deuda, entre los límites de monto permitidos, debería tener derechos subordinados sobre los activos de la empresa.

Para fortalecer la protección sobre el patrimonio y el flujo de caja del deudor, los contratos financieros también incluyen disposiciones de indicadores financieros. Por ejemplo, para especificar que se mantenga una mínima cantidad de capital neto circulante (como diferencia entre activos circulantes menos los pasivos corrientes) o que el indicador corriente sea mayor de 1. Para proteger la liquidez, los contratos también comprenden un indicador de cobertura de intereses mínimo, que se define como la *ratio*, o múltiplo mínimo de la utilidad sobre intereses en el periodo. En el nivel patrimonial, se define también un indicador de la deuda total sobre activos, que mide el nivel de apalancamiento máximo permitido y de deuda total

sobre capital y a veces sobre el Ebitda (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*), caso en el cual la deuda no puede exceder tres veces este indicador. En el nivel de control de flujo de caja, se define el indicador de cobertura del servicio de la deuda (DSCR), para determinarlo se divide el flujo de caja del periodo por el pago del servicio de deuda en el mismo lapso, así se puede medir la solvencia del deudor en él. Cuando el deudor no puede cumplir las condiciones impuestas por los indicadores financieros, queda técnicamente en suspensión de pagos por incumplimiento técnico, incluso cuando sea corriente en sus pagos de interés y capital.

Plazo de reembolso del préstamo

Siempre que un prestamista otorga un préstamo establece alguna disposición sobre el pago del principal, el monto original del préstamo. Un préstamo amortizado requiere que el prestatario pague parte del monto del préstamo en cada periodo. La contratación del plazo de un préstamo determina el periodo de tiempo durante el cual se tiene que rembolsar el capital y pagar intereses. Normalmente se definen como préstamos a corto plazo los que vencen antes de dos años; a mediano plazo, hasta cinco años, y a largo plazo, los que tienen un periodo de reembolso superior. El préstamo puede prever un periodo inicial de pago de solo intereses o periodo de gracia. Los que son a mediano-largo plazo se repagan normalmente en anualidades: pagan una combinación de intereses y principal por un periodo finito de tiempo.

Una forma sencilla de amortizar un préstamo es aquella en la que el prestatario paga el interés en cada periodo más una cantidad fija de reembolso de capital. En ese caso, el cálculo de la tasa de amortización del préstamo sería con cuota de capital constante y con pago de interés decreciente (porque se calcula sobre un monto de deuda decreciente). Cada año el interés pagado se determina multiplicando el saldo inicial de la deuda por la tasa de interés. La forma más común de amortizar o rembolsar un préstamo es cuando el prestatario realiza un pago fijo cada periodo. Casi todos los préstamos para compra de equipo (como un carro) o activos fijos, como un inmueble con crédito hipotecario, funcionan así. Para calcular la tasa constante de amortización se consultan tablas actuariales que determinan el factor de amortización dependiendo de la tasa de interés aplicada y del periodo considerado. Ese método, llamado comúnmente *a la francesa*, prevé que las ratas de reembolsos sean postergadas y que el monto recibido por el deudor al comienzo (tiempo $t = 0$) sea el valor actual de una renta a cuota constante. La fórmula algébrica que determina el monto de la rata es la siguiente:

$$R = C \frac{i}{1 - 1 / (1 + i)^n}$$

Donde R es la rata, C es el capital o deuda inicial, i es la tasa de interés y n es el número de cuotas.

Con el plan de amortización a rata constante, cada rata igual tiene un componente interno de interés más alto al comienzo que decrece con el tiempo. Por ejemplo:

Monto de la deuda: \$ 100 000

Plazo: 5 años en cuota anuales

Tasa de interés: 5 % anual

La rata constante calculada con la aplicación de la fórmula es \$ 23 097, y el monto total de interés pagado es \$ 15 487.

Tabla 1.2. Reporte del cálculo del plan a rata decreciente

Deuda capital de inicio del periodo	Cuota fija de reembolso de capital	Cuota de interés del periodo	Total rata de reembolso
\$ 100 000	\$ 20 000	\$ 5 000	\$ 25 000
\$ 80 000	\$ 20 000	\$ 4 000	\$ 24 000
\$ 60 000	\$ 20 000	\$ 3 000	\$ 23 000
\$ 40 000	\$ 20 000	\$ 2 000	\$ 22 000
\$ 20 000	\$ 20 000	\$ 1 000	\$ 21 000

Fuente: Elaboración propia.

El monto total de interés pagado es \$ 15 487 con el plan a rata constante, frente a \$ 15 000 con el plan a rata decreciente. Es superior porque el capital del préstamo se repaga más despacio al principio, y entonces tiene una vida promedio (*duration*) un poco más larga, por lo cual paga un poco más de intereses.

14 | La estructuración de los préstamos sindicados

La negociación del mandato para la organización de un préstamo sindicado

En ese capítulo conclusivo se hará énfasis en algunos aspectos de la negociación y la documentación de los préstamos a mediano y largo plazo. El caso de referencia es el préstamo utilizado en *project finance*, sin embargo, una estructura similar se aplica en otros tipos de deuda estructurada con un grupo de bancos que quieran compartir riesgos, exposición y beneficios.

En dos capítulos precedentes se vieron algunas características de la negociación de préstamos corporativos con sindicatos de bancos comerciales y la estructuración de operaciones financieras complejas que se basan en las proyecciones de un proyecto que está en fase de desarrollo. Se puede resumir que la secuencia de fases críticas que llevan a la conclusión de una operación de deuda estructurada son:

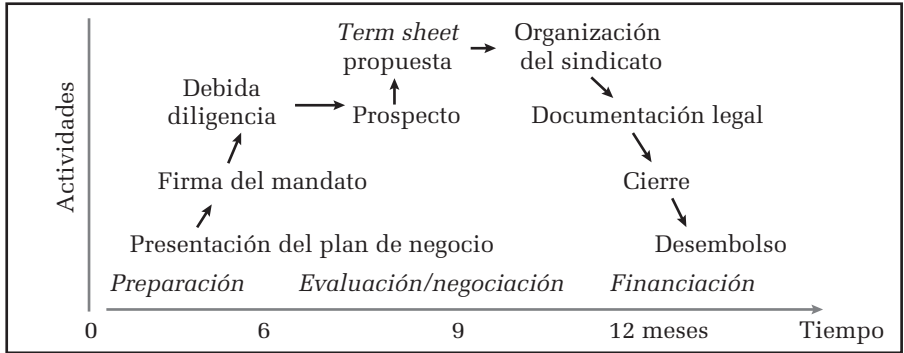
- La selección del *financial advisor*;
- el otorgamiento del mandato al banco organizador (*mandate letter*);
- la evaluación del riesgo de crédito y elaboración del modelo financiero;
- la negociación de las condiciones de la hoja de términos (*term sheet*) y del *security package*;
- la preparación y distribución del memorándum informativo;
- la definición de la estrategia de sindicación y negociación de borradores de convenios legales y la definición de los acuerdos entre los financiadores (*coordination e intercreditor agreements*);
- la redacción definitiva de los *project o transaction documents*, y
- el *closing* de la transacción con la firma de los convenios legales del préstamo (*loan agreements*) y de sus acuerdos de garantía accesorios (*security agreements*).

Para las operaciones estructuradas, entre los diferentes instrumentos que permiten acceder a la deuda *senior* a largo plazo, el crédito sindicado con los bancos comerciales internacionales suele ser la fuente tradicional. También conocidos como *Euroloans*, estos préstamos tienen el objetivo de poner a disposición financiaci3nes de monto relevante a través del reparto del riesgo del crédito entre varios bancos. Hoy día estos préstamos no son exclusivos de los bancos internacionales, en algunos mercados emergentes la profundizaci3n del mercado monetario local ha facilitado la captaci3n de dep3sitos a mediano plazo que permiten ofrecer deuda a mediano-largo plazo, en particular con la activaci3n de acuerdos interbancarios que fundamentan los préstamos sindicatos. Este tipo de préstamos ha sido utilizado para organizar financiaci3nes a largo plazo y de monto elevado y, si hasta hace unos años los de importe superior a mil millones de dólares eran considerados excepcionales, hoy en día han dejado de serlo.

El instrumento de la sindicaci3n ha proporcionado a los bancos comerciales la soluci3n para ofrecer a los clientes préstamos de importe superior a la capacidad de asunci3n del riesgo de cada instituto. De hecho, el préstamo sindicado compromete a cada banco participante del sindicato únicamente a erogar fondos sobre la base de prorrata, es decir, en proporci3n a lo que el banco mismo ha suscrito con respecto al importe total del préstamo.

Los bancos comerciales internacionales más activos en el crédito sindicado, que forman tradicionalmente la fuente principal de deuda *senior* a mediano y largo plazo, son ingleses, franceses, alemanes, holandeses, japoneses, suizos, canadienses y estadounidenses.

Figura 14.1. Proceso de un préstamo sindicado



Fuente: Elaboraci3n propia.

El mandato

El otorgamiento del mandato al *arranger* (el cual, en la práctica del mercado, también puede ser *lead manager*) representa la etapa temprana en la organización de todo tipo de préstamo sindicado. Mientras que la decisión de asignar el mandato para un préstamo *corporate* no requiere una larga actividad preliminar, la que se refiere en una operación estructurada puede requerir un largo periodo de preparación para establecer, con la ayuda de un *financial advisor* contratado por el promotor, el monto de deuda sostenible por las proyecciones financieras.

Cuando los bancos comienzan el trabajo de estudio de una nueva transacción, se preguntan cuál es el propósito del préstamo y cómo serán usados los fondos: para financiar la realización de un proyecto de reconversión tecnológica, la adquisición de un activo fijo, comprar una empresa existente, para financiar capital de trabajo, para refinanciar una deuda existente a más largo plazo o una combinación de necesidades. También, preguntan cuál será la fuente primaria de repago de la deuda, si será el flujo de caja del proyecto, el ciclo de conversión del activo de la empresa, el aumento de los ingresos generados por una expansión de capacidad, y cuáles serán las fuentes secundarias accesorias como la venta de exceso de activos, la inyección de capital de los socios, la liquidación de garantías, la refinanciación con nueva deuda. El mandato se otorga por escrito, después de discutir su contenido con el banco, el cual prepara una carta correspondiente que debe estar contrafirmada de conformidad por el cliente. Este documento es muy parecido a una oferta preliminar sin compromiso por parte del banco, pero con una característica importante: el mandato prevé una obligación de syndicar la operación solo sobre la base de mejor esfuerzo (*best effort*). En el pasado, los bancos expedían con mayor facilidad ofertas “en firme”, en especial a clientes corporativos, y garantizaban ellos mismos la suscripción del préstamo, y de este modo asumían el riesgo si no lograban syndicar sucesivamente la operación.

Prácticamente, esta oportunidad ya no existe debido a la indisponibilidad de los bancos para asumir el riesgo de exposición a la volatilidad de las condiciones de mercado. Con más razón, los mandatos para *project financing* en los países emergentes siempre son sobre la base de *best effort*, ya que las operaciones típicas representan por lo general riesgos elevados, tanto por el proyecto en sí como por el riesgo país.

El contenido de la carta de mandato estándar define el tipo de actividad que el banco deberá desarrollar y la remuneración requerida por este servicio. Por lo general, dentro de las actividades están incluidas:

- La identificación del proyecto y las partes involucradas;
- la recolección y la preparación de la información comercial, financiera y legal para la evaluación del riesgo de crédito (tal vez una debida diligencia);
- la definición de la seguridad del proyecto, cuando se prevén garantías accesorias;
- la hipótesis preliminar de estructura de deuda discutida con el promotor;
- la definición de las condiciones indicativas de duración y remuneración requerida del préstamo;
- la indicación de que seguirá la preparación de un *term sheet* en el que se basará la negociación de las condiciones de detalle del préstamo;
- el desarrollo de un modelo financiero y la redacción del memorándum informativo;
- la preparación de la documentación legal del préstamo;
- la indicación de las comisiones requeridas para desarrollar esta actividad y, a veces, el presupuesto de los costos previstos para contribuciones externas, y
- una serie de términos y condiciones generales relacionados con la confidencialidad del proceso, la exclusividad del mandato, su duración y la aclaración de que no se trata de un compromiso para financiar.

Muchas veces el *financial advisor*, o directamente el promotor, negocia al mismo tiempo la operación con diferentes bancos, o grupos de bancos, y elimina gradualmente las propuestas menos convincentes y atractivas antes de escoger a cual otorgar el mandato. Si existieran relaciones de negocios muy cercanas y duraderas entre el cliente y el banco *arranger* se podría preferir una solución abreviada llamada *club deal*, que limita la difusión de las invitaciones a un número restringido de bancos conocidos por el patrocinador y que han preventivamente expresado un fuerte interés para suscribir una cuota del crédito.

Tabla 14.1. Principales términos y condiciones de una posible propuesta de crédito sindicato

Monto	Moneda e importe de la deuda
Partes	Deudor, prestamistas (<i>lead-arrangers</i>), garantes
Costos	Tasa de interés, margen, comisiones
Disponibilidad	Fecha de vencimiento del periodo de disponibilidad
Desembolso	Pro-rata (o después del capital), condiciones aplicables
Repago	Periodo de gracia, perfil de amortización, fecha final, reembolsos anticipados, un solo pago final (<i>bullet</i>)
Control del flujo de caja	Criterios de pagos a cascada, cuentas de reserva, distribución a socios, aceleración (<i>sweeps, claw-back</i>)
Garantía	Prendas de activos, acciones, cuentas; cesión de derechos contractuales
Otros	<i>Covenants</i> , eventos de incumplimiento, representaciones, declaraciones

Fuente: Elaboración propia.

El papel del lead arranger y los managers

La selección del banco *lead arranger* a través de un proceso competitivo (llamado *beauty contest*) no conduce necesariamente a la selección del banco que ofrece las mejores condiciones económicas (de *pricing*), el objetivo de esta fase es conseguir una hoja de términos del banco *arranger* seleccionado. La competencia puede ser más intensa sobre los términos comerciales iniciales de la estructuración (el monto y el plazo del préstamo, el margen de interés, la flexibilidad sobre compromisos contingentes del promotor, la capacidad para asumir directamente el riesgo país) y las condiciones requeridas al cliente (el monto de *equity*, las garantías de completamiento de la inversión, los compromisos o *covenants*). A menudo, los promotores ya tienen claro desde un principio el banco con el que les gustaría trabajar, pero deciden sondear el mercado para estimular la competencia sobre las condiciones del préstamo y la flexibilidad de la propuesta y comprobar la respuesta de un mercado en el cual una coyuntura de liquidez favorable podría mostrar considerable apetito para nuevas operaciones.

Muchas veces para la sindicación de préstamos de importe relevante es preciso juntar un grupo de 2 o 3 bancos de excelente reputación que ofrezcan contribuciones complementarias sobre diferentes aspectos; por ejemplo, uno podría tener una fuerte presencia en el país

extranjero, otro tener experiencia en el sector industrial y otro contar con una larga relación de trabajo con el patrocinador y con las agencias de crédito a la exportación del constructor.

La fantasía de los bancos en la asignación de las funciones es muy fértil y podría haber confusión entre los papeles de *arranger* y de *lead manager*, ya que a menudo puede haber un *co-arranger* y un *co-lead manager*. La diferencia sustancial reside en la posibilidad (más teórica que práctica) de que el *arranger* únicamente se limite a organizar la operación, sin volverse un *lender* al suscribir una cuota del préstamo, puesto que en las operaciones de financiación estructurada casi siempre está presente un *financial advisor*, el papel del *arranger* es suscribir la transacción y mantener en sus libros una cuota relevante, porque los bancos *managers* quieren ver que el estructurador de la transacción esté listo a tomar una cuota del riesgo.

Los *arrangers* suscriben cuotas relevantes del préstamo que luego “sindican” con otros bancos que se identifican como *lead manager*, *manager* y *co-manager*, cada uno suscribe una cuota como parte del compromiso de colocación del *arranger* y la diferencia entre las tres categorías depende del tamaño del compromiso, para lo cual hay unos mínimos establecidos. Mientras los bancos participantes son los que aceptan una cuota al mismo nivel o por debajo del mínimo establecido.

Después de asignar el mandato, el promotor se compromete a trabajar con el *arranger* de acuerdo con la carta de mandato que resume los objetivos de la financiación, los términos propuestos y la remuneración requerida. El factor tiempo suele ser un elemento crítico de la negociación entre patrocinadores y bancos. Los promotores más expertos presentan, junto al estudio de factibilidad preliminar, su programa temporal de ejecución de las actividades de desarrollo (inicialmente, el nivel de detalle es trimestral o mensual). De costumbre, los bancos corrigen prontamente estas estimaciones, introducen en el programa nuevas variables que dependen de las actividades que les corresponden y del cálculo de los tiempos de las contribuciones externas (por ejemplo, las legales, las técnicas, las ambientales), de ahí que el periodo calculado por el promotor para llegar al *closing* de la operación se alargue casi inexorablemente y sin ninguna responsabilidad del *arranger* porque ciertas actividades de investigación se detallan en el mismo mandato.

Cabe recordar que los bancos internacionales han subido su nivel de atención y compromiso en dos áreas de la debida diligencia: el cumplimiento de los estándares internacionales de impacto ambiental y social (los principales bancos han adoptado los *equator principles* basados en los estándares de IFC) y el uso de sociedades financieras o vehículo de inversión de los promotores en jurisdicciones intermedias

afectadas por restricciones aplicables a los paraísos fiscales, que por falta de divulgación del beneficiario final que requiere la regulación de *conoces tu cliente* (KYC).

Preparación, estrategia de sindicación y remuneración

El instituto *arranger* que ha conseguido el mandato asegura las aprobaciones de crédito internas y prepara el *term sheet*, trabaja en la documentación del proyecto con los abogados y redacta el informe junto con el *financial advisor* del promotor; además, colabora revisando ciertos aspectos de la negociación de los contratos comerciales (EPC, *off-take*, *supply contracts*). Esta última actividad de la debida diligencia, realizada con el apoyo de los abogados, es particularmente importante, ya que las principales cláusulas, que en *project finance* distribuyen los riesgos entre las partes en los contratos comerciales, deben ser coherentes con los principios de la estructuración propuesta por el *arranger* (por ejemplo, las cláusulas que asignan al constructor la responsabilidad de finalización de la obra y las relativas penalidades por incumplimiento o las cláusulas de ajuste de precio que aplican el principio del *pass-through* en los contratos de *off-take* y los principales *covenants* que se requieren al deudor).

Tabla 14.2. Ejemplos de *covenants* de indicadores financieros de apalancamiento y cobertura del servicio de deuda*

<i>Debt/equity</i> Ratio	DSCR mínimo/promedio	Infraestructura	Riesgos principales
80:20	x1.10 – x1.20	Proyecto sin riesgo de uso y operativo	Construcción y completamiento
70:30	x1.20 – x1.40	Plantas generadoras con contratos <i>take-or-pay</i>	+ Operación
60:40	x1.40 – x1.60	Concesiones con riesgo de uso (<i>pipeline</i> , carreteras a peaje)	+ Riesgo demanda de mercado
55:45	x1.60 – x2.00	Recursos naturales (petróleo, minería)	+ Riesgo volatilidad del precio
50:50	x2.00 – >x2.00	Plantas generadoras <i>merchant</i>	+ Riesgo de despacho

* Referencias orientativas, en cada caso dependen del perfil de riesgo del proyecto, el promotor, la fase del sector y la coyuntura del mercado financiero.

Fuente: Elaboración propia.

Recordemos que el memorándum informativo es un documento preparado con mucha atención para incluir los resultados de trabajo, preparación y análisis del *arranger* para ser distribuido al mercado de los potenciales bancos financiadores. Este puede variar dependiendo de la complejidad de la transacción y la calidad de la información entregada por el promotor y sus asesores; aproximadamente, podría contar entre 30 y 60 páginas. El informe contiene los elementos informativos necesarios para que los bancos realicen su evaluación de crédito independiente: la síntesis del *business plan*, las informaciones y datos acerca del país, los patrocinadores, el mercado y el estado del sector, el constructor, los contratos comerciales y de realización, los datos financieros resumidos acerca de las diferentes partes involucradas en el resumen de los documentos de proyecto, hasta la evaluación desagregada de los riesgos y sus mitigantes, con la definición de la propuesta financiera detallada y las proyecciones financieras del proyecto con el cálculo y análisis de los principales indicadores.

Una peculiaridad del documento consiste en poner en evidencia la exclusión de responsabilidades (*disclaimer*) del redactor sobre la precisión y lo completo de la información y de las representaciones contenidas en él, allí se afirma que están enteramente basadas en la información y la documentación proporcionada por los promotores. En la parte final, aparece una declaración que invita al potencial financiador a realizar su propia evaluación independiente de la operación y de la información contenida en el documento.

El *arranger* pone en juego sus habilidades y reputación al tener que elaborar una estrategia de sindicación, es decir, decidir cuál es la mejor manera de acercarse al mercado y con cuáles son las condiciones de términos y remuneración para concluir exitosamente la sindicación. Entre las decisiones principales que debe tomar están a cuántos y cuáles bancos invitar y qué porción del crédito mantendrán en sus balances.

Las ventajas de invitar a pocos bancos puede ser una mejor solución para el deudor, pues ofrece la posibilidad de bajar la complejidad de la estructura, guardar mejor la confidencialidad, tener costos de coordinación más bajos y lograr tomas de decisiones (por ejemplo, para un *wavier*) más rápidas. De otro lado, invitar a un grupo numeroso de bancos diversifica y fracciona el riesgo de crédito, lo que facilita colocar montos de deuda más altos; es una solución más rentable para el *arranger* y tiene costos de coordinación más altos y una administración más compleja cuando se requieren decisiones del sindicato.

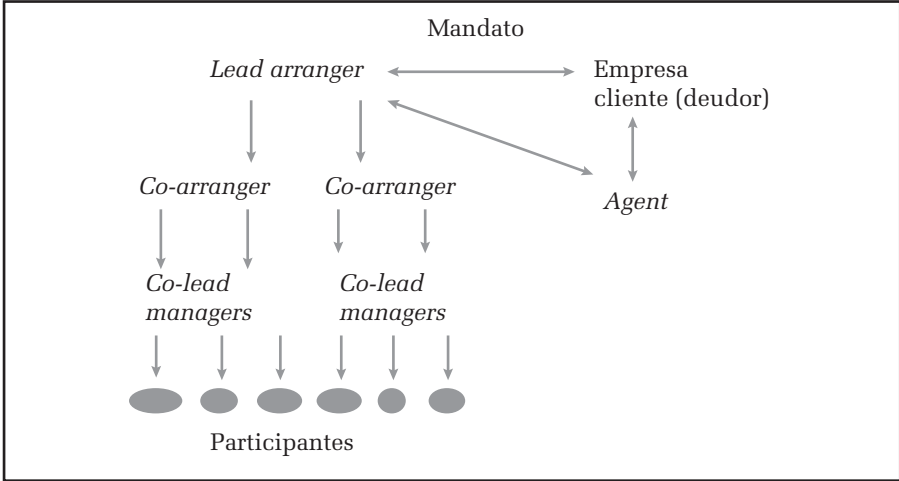
El *arranger* normalmente ejecuta la sindicación en dos etapas: la primera, para determinar los *co-arrangers* con sus montos de suscripción, la segunda, para seleccionar los *managers*. En esta fase se

definen los roles, el compromiso para cada nivel y la repartición de comisiones que ofrece al sindicato, también cuánto riesgo de crédito quiere mantener en sus libros (*final hold*).

El *arranger* tiene cuatro tipos de compensación: una comisión de colocación (*underwriting fee*), una comisión inicial de organización (*up-front fee* o *arrangement fee*), una comisión de disponibilidad (*commitment fee*) y el margen de interés que se cobra al deudor. La distribución de las comisiones a los bancos del sindicato es un elemento importante de la estrategia de sindicación, teniendo en cuenta que las comisiones de suscripción y organización representan una parte importante de la remuneración del trabajo del *arranger*. Él decide cuánto compartir de esas comisiones con los bancos, normalmente conserva para sí mismo una porción importante de comisiones de colocación y organización, que representa una cuota de remuneración anticipada relevante (por ejemplo, el 40 %) respecto al monto del préstamo que guarda en su balance (*hold*) y reparte lo que queda (por ejemplo, el 60 %) en proporción del monto suscrito por cada nivel de sindicación (*co-arrangers* y *managers*), en porcentaje decreciente.

Al principio, el *arranger* propone la operación de crédito a los potenciales *co-lead-managers*, es decir, a aquellos bancos que deberán suscribir una cuota relativamente más alta del préstamo. A ellos se les suele ofrecer una cuota de las comisiones de organización y suscripción proporcional a la del préstamo suscrito, después de deducir la parte que retiene el *arranger*. Él fija unas fracciones mínimas de suscripción según el importe global del préstamo, por ejemplo, para aquellos de importe elevado puede indicar 50 millones de dólares, mientras que para los de monto más modesto podría bajar la indicación a 10 millones de dólares. A las diferentes fracciones ofrecidas en suscripción están asociados los roles de *lead-manager*, *co-lead-manager* y *manager*, a los que también corresponde repartir remuneraciones (comisiones) decrecientes. Una vez seleccionado el grupo de los bancos suscriptores, se asignan las funciones y las correspondientes cuotas de préstamo que cada banco podrá syndicar ulteriormente por debajo del mínimo de la suscripción en el mercado de los bancos participantes que asumirán en sus libros cuotas limitadas del préstamo.

Figura 14.2. Configuración gráfica de un mandato a un banco organizador para una deuda sindicada



Fuente: Elaboración propia.

Desde el punto de vista del cliente beneficiario del préstamo, la negociación de las condiciones comerciales de la financiación se enfoca principalmente en cuatro aspectos: dos de remuneración (comisiones y margen de interés) y dos de compromiso y restricciones (garantías accesorias y *covenants*). La negociación de las comisiones representa un elemento importante para las empresas que acuden al mercado con frecuencia, por lo tanto, quieren mantener una cierta coherencia sobre las condiciones de sus préstamos para futuras transacciones. Normalmente, los deudores convierten las diferentes comisiones en un adicional del margen de interés para evaluar el costo financiero total (*all-in cost*) y comparar propuestas. Sencillamente, se hace la suma de las diferentes comisiones y se divide la suma por el plazo total del préstamo para añadir proporcionalmente el resultado al margen.

La estrategia de sindicación varía de acuerdo con las condiciones y la volatilidad del mercado. En periodos de turbulencia los esfuerzos de estructuración y sindicación pueden verse frustrados con las primeras señales de una crisis, porque el mercado se vuelve repentinamente ilíquido y los bancos se toman una pausa de reflexión, y bloquean la suscripción de nuevas operaciones. Para préstamos corporativos, en condiciones de mercado líquido y favorable, los bancos pueden asumir el riesgo de suscribir enteramente la operación para después volver a venderla bajo la forma de *assignment* y de *subparticipation*. Mientras

que, en el primer caso, la cesión es comunicada al deudor; en el segundo, no lo es (por esta razón es definida *silent*), y puede conllevar incluso a la cesión del riesgo de crédito con una remuneración (*spread*) inferior a la original.

Para operaciones complejas las capacidades relacionales de los bancos y los promotores son fundamentales. Muchas veces, el *arranger* considera demasiado alto el importe requerido por el deudor con relación al apetito del mercado, en cierto momento, por el tipo de riesgo de crédito propuesto. En estos casos, algunos bancos deciden arriesgar y proponen al mercado una operación de monto inferior, mientras esperan lograr una sobresuscripción (*oversubscription*) — es decir, una demanda superior a la oferta— que conduzca al monto deseado por el cliente.

Una vez que se han decidido las características principales de la operación, los *lead-managers* redactan (a veces, junto con el promotor) una lista de los bancos por invitar al sindicato que empieza por aquellos con los que el promotor tiene relaciones de negocios continuas (los bancos de “relación”), y con los bancos cercanos al *arranger*, es decir, aquellos institutos con los que existen relaciones de reciprocidad (hay un acuerdo informal entre los institutos, de acuerdo con el cual cada uno invita al otro a sus transacciones). El trabajo está hecho de innumerables llamadas telefónicas, envíos de largos correos electrónicos que contienen los elementos de la oferta y respuestas con confirmación de la aceptación o requerimientos de suplementos de información. En esta fase de la organización se necesita presentar directamente al mercado las operaciones más complejas. Es por esta razón que promotores, *financial advisor* y *arranger*, antes de que se lance la sindicación, organizan una misión en las principales plazas financieras, para presentar el memorándum informativo a los bancos que han demostrado estar interesados en el *deal* (este viaje promocional es llamado *road show*). Estas prácticas de mercado se aplican también en la estructuración de emisiones de bonos con los inversionistas.

La diferenciación de las funciones de los bancos es importante en el mercado financiero, ya que a ella no solo está ligada la parte de las comisiones cobradas y la posibilidad de llegar a nichos de mercados interesados en el cliente, el proyecto y el país, sino también a la visibilidad en la publicidad que se le da a la operación, que representa un vehículo importante para la reputación del instituto participante en el mercado. En periódicos y revistas financieras se publican los llamados *tombstone*, en donde aparecen el nombre del deudor/emisor, el importe, el tipo de operación y los nombres de los bancos son

mostrados de acuerdo con la importancia del papel que juegan. Los nombres del *arranger* y de los *lead-managers* están en primer plano, los de *manager* y *participant* están escritos en caracteres más pequeños y, a veces, ni siquiera aparecen.

La función del agent

En el préstamo sindicado una función especial es la del *agent*, quien le encarga a un banco comercial la tarea de gestionar los trámites administrativos necesarios para el servicio normal del préstamo, la comunicación formal con el deudor, al igual que realizar la supervisión del crédito. Entre las tareas administrativas del *agent* está la de fijar y comunicar periódicamente las tasas de interés aplicables, verificar las condiciones preliminares para la realización de la primera erogación del préstamo, señalar los pagos a punto de vencer, el cobro de los montos y su distribución a prorrata a los *participant*. Dentro de las tareas de supervisión tenemos el monitoreo de la situación financiera del deudor, la redacción de informes periódicos de supervisión, la comprobación del respeto de los compromisos contractuales y los *covenants*, la eventual concesión de derogaciones (*waiver*) a estas restricciones y la adopción de medidas aptas para preservar los derechos de los acreedores en caso de incumplimiento del deudor.

En un préstamo sindicado para *project financing* el papel del *agent* está limitado a los aspectos administrativos, ya que la complejidad de la transacción ha inducido a los organizadores a repartirse las incumbencias y las tareas. Por ejemplo, a otro banco escogido por los *leads arrangers* se le asigna la función de *escrow agent*, es decir, el papel del banco fiduciario del sindicato para la gestión de las cuentas en las que transita el flujo de caja del proyecto y el control de las prioridades en la destinación de los fondos según el esquema contractual que establece el orden de cascada o jerarquía de pagos (en secuencia: proveedores de materias primas, costos de operación, servicio de la deuda). A otro banco se le asigna el papel de administrar el *security package* (*security trustee* o *collateral agent*), por cuenta del sindicato, y su actividad consiste en ser el depositario de los privilegios que constituyen la garantía colateral ofrecida a los *lenders* (de las hipotecas sobre plantas y equipo a las prendas sobre las acciones, a las cesiones de los derechos contractuales), al igual que coordinar el proceso de decisiones del sindicato en caso de *default*, con la activación de medidas que protejan las garantías colaterales. Otro puede asumir la responsabilidad del monitoreo del detalle de las proyecciones financieras (el llamado *modelling bank*). En proyectos más complejos, otro banco, con particular experiencia del sector industrial, podría tener la tarea de seguir las contribuciones del

independent engineer y los estudios de mercado. El asesor técnico experto del sector tiene un papel importante durante la debida diligencia pues debe respaldar la idoneidad de las soluciones técnicas para lograr las prestaciones esperadas de planta; además, examina, revisa y aprueba el presupuesto de costo de inversión física, valida las proyecciones de productividad y eficiencia, revisa las especificaciones técnicas para los proveedores. Luego, durante la construcción, certifica y, tal vez, aprueba las condiciones de avance de la construcción para liberar los pagos de facturas antes del desembolso, monitorea y asegura que los objetivos de avance del proyecto cumplan con las metas del cronograma de ejecución, es responsable de la supervisión de la entrega de la obra y certifica el completamiento cuando se alcanzan las especificaciones técnicas del contrato.

El proceso de sindicación que acabamos de describir puede ser largo, costoso y cansado. Las fases que van de la negociación del mandato a la preparación del informe pueden requerir entre 6 y 12 meses, dependiendo de la complejidad del proyecto y de los aspectos legales que deben ser averiguados paralelamente. Concluir la negociación detallada de los contratos y negociar la redacción de los textos finales de la documentación legal puede fácilmente tomar de 12 a 18 meses antes de llegar al cierre. La *due diligence* legal es una actividad muy laboriosa y, a veces, se escapa del control de los empresarios y los banqueros.

Es frecuente que, durante la *due diligence* legal, se necesite incluir y esperar que se cumplan procedimientos legislativos de eventuales actas normativas de las autoridades locales; algunos proyectos pueden requerir la emisión, para tal fin, de decretos de ley o de regulación que deben ser aprobadas en el parlamento. La documentación legal de proyecto incluye aprobaciones, permisos y licencias obtenidos por la autoridad local, las actas notariales relativas a la constitución de la empresa, los documentos de inscripción de las hipotecas, las eventuales pólizas de seguros sobre los riesgos políticos concedidas por agencias de seguros bilaterales; además, requiere la obtención de las relativas opiniones legales de los abogados locales (*legal opinions*) e internacionales, que confirmen la validez y la legitimidad de todas estas actas y documentos con base en la ley local, incluso la averiguación de las representaciones y declaraciones de las partes. Estas importantes formalidades podrían requerir mucho más tiempo del calculado por patrocinadores y bancos. De hecho, el acta formal con la que se concluye el desarrollo del proyecto, llamada *financial closing*, es decir, la firma simultánea de todos los contratos comerciales del proyecto y de los acuerdos de financiación, con la documentación anexa relativa

a los *security agreements*, suele ser organizada por los abogados que convocan las partes en su despacho.

La experiencia muestra que una operación compleja de *project finance* es difícilmente llevada a cabo de manera exitosa en un periodo inferior a los 12 meses, pudiendo extenderse a 24.

Negociación de las características técnicas de los préstamos

Estructura de las erogaciones y de los reembolsos

Como se ha visto en los capítulos anteriores, la evaluación de la factibilidad de una operación estructurada se basa en dos aspectos: el análisis y la asignación de los riesgos y el estudio de la confiabilidad y la solidez del flujo de caja. El control de los riesgos, a través de la asunción de compromisos contractuales, varía sensiblemente según los sectores industriales y el mercado, mientras que sobre la asignación del componente residual de los riesgos se pueden encontrar soluciones financieras como los préstamos *stand-by*, o se pueden individualizar fiadores de última instancia como los promotores (capital contingente, *sponsor support*) o algunas pólizas de seguro especializado.

El apetito del mercado financiero por el riesgo está segmentado de acuerdo con la tipología de los acreedores y del correspondiente nivel de riesgo que están dispuestos a suscribir (*senior* o con alguna característica de subordinación). La forma tradicional de deuda *senior* es el préstamo sindicado a tasa variable con los bancos comerciales. Los bancos son más flexibles en enfrentar la gestión del riesgo de proyecto, porque tienen mayor familiaridad con los sectores industriales de sus clientes habituales. En cambio, los inversionistas institucionales buscan inversiones a largo plazo y a tasa fija, pero prefieren estructuras simples y tienden a no asumir el riesgo de construcción. Por esta razón, que implicaría garantías financieras de completamiento, incluso capital contingente de los promotores, son pocos los proyectos que pueden salir al mercado con emisiones de bonos, aunque los beneficios para los promotores serían muy favorables, en relación con la posibilidad de conseguir plazo más largo, montos más grandes y menores *covenants*.

En la estructuración de un *project financing* el reparto del perfil de riesgo en las tres fases de construcción, finalización y operación se refleja en las modalidades de ejecución de los acuerdos financieros. Durante la fase de construcción se pueden encontrar dos tipos de préstamo *senior*:

- a. Los *construction loans* son erogados gradualmente por los bancos comerciales para cubrir los costos de realización en el periodo en el que estos son incurridos. Al momento de la puesta en marcha comercial del proyecto, estos préstamos son refinanciados con otros a largo plazo (tanto sindicados, como a través de colocaciones de obligaciones) que son desembolsados en una única solución para rembolsar el préstamo para la construcción. En capítulos precedentes se mencionaron las estructuras *mini-perm* que caben en esta categoría y
- b. los *comprehensive facilities* son los típicos préstamos sindicados a largo plazo que prevén el compromiso de financiar con un largo periodo de disponibilidad, fijando el inicio del reembolso del capital a partir de una determinada fecha, posterior a la puesta en marcha comercial. La fuente principal de estos préstamos son los bancos comerciales, las agencias de crédito a la exportación y las instituciones financieras multilaterales y bilaterales.

Los bancos, que concentran el riesgo de crédito en la fase de construcción, prestan particular atención a la evaluación de riesgo del constructor, la protección ofrecida por el contrato EPC de realización y la evaluación del riesgo de finalización de la obra. De hecho, al evento del completamiento está ligado al compromiso de los financiadores a largo plazo para entrar a participar en el riesgo de crédito a través de la refinanciación (*take-out*) del préstamo de la construcción.

Una cláusula muy especial contenida en las financiaciones a largo plazo se refiere al *material adverse change*, que les ofrece a los financiadores una vía de salida del compromiso del préstamo en caso de que se hayan registrado cambios sustanciales en las condiciones generales de entorno y particulares de la empresa deudora que los han inducido a conceder el préstamo. El alcance de la cláusula del *material adverse change* puede extenderse a cambios de ley, variaciones en las condiciones financieras del proyecto y de los promotores respecto a las declaraciones entregadas, modificaciones del ambiente económico del país anfitrión del proyecto o a diferentes circunstancias sistémicas que se han venido creando en los mercados financieros internacionales. La cláusula expone a los promotores al riesgo de suspensión de las erogaciones, la cancelación de los compromisos aún no desembolsados, hasta la posible declaración de *default* y de aceleración del préstamo. La fuerza contractual de esta cláusula para los bancos es tal que su utilización es muy controvertida y es materia de delicadas disquisiciones legales.

Los bancos desembolsan progresivamente el préstamo con base en el programa de pago previsto en la documentación contractual, el cual refleja ciertos eventos e hitos (*milestones*) programados en los contratos que siguen el avance de los trabajos, los pagos de los componentes y equipo más importantes a los proveedores, la realización de las pruebas parciales, hasta la finalización física de las instalaciones. Los modelos de solicitud de la erogación (*drawdown notice*) prevén la presentación de una serie de declaraciones y documentos que puede llegar a ser muy laboriosa, entre ellos está la certificación de los eventos de avance de parte de la firma de ingeniería independiente que sigue la realización del proyecto con el interés de los financiadores. Los contratos incluyen cláusulas que detallan las condiciones a cumplir y procesos a seguir para pedir el desembolso de cuotas del préstamo.

Normalmente, los costos de construcción son financiados a prorrata entre *equity* y deuda, en proporción a la relación de endeudamiento establecida en los contratos, sin embargo, es frecuente que los bancos requieran de los patrocinadores el pago preventivo de la totalidad del capital, para vincular al proyecto los recursos de capital del promotor y limitar la acumulación de intereses durante la construcción (IDC), mientras que es menos frecuente que otros patrocinadores, más sólidos desde el punto de vista financiero, logren convencer a los bancos de aceptar que el pago del *equity* se realice al momento de la finalización. La cobertura de los IDC puede ser realizada con el 100 % de deuda, a prorrata o también totalmente a través de *equity*. Los bancos suelen poner un límite de importe mínimo al desembolso (aproximadamente alrededor de 5 millones de dólares), para facilitar la gestión administrativa del préstamo.

Durante la fase de finalización, el papel del ingeniero independiente es muy delicado, pues debe certificar la superación de las pruebas técnicas de finalización dentro de los tiempos pactados, comprobar la consecución de los parámetros de productividad y eficiencia previstos, controlar que todos los costos previstos hayan sido cubiertos y, que por lo tanto, no se haya excedido el presupuesto (*cost overrun*) y no existan pendencies con los proveedores.

Dado que la declaración de finalización podría no depender de la simple finalización física y de productividad en términos de volumen, sino que también podría requerir la consecución de ciertos parámetros contables, el acuerdo puede prever que los expertos financieros calculen algunas pruebas financieras para comprobar, por ejemplo, la relación de endeudamiento y el coeficiente de liquidez una vez que el proyecto ha iniciado la fase operativa. Para los proyectos más complejos, en esta fase se puede llamar al asesor financiero para reelaborar las proyecciones

financieras del proyecto sobre la base del costo definitivo, las coberturas definitivas y las previsiones actualizadas de venta, basándose en la productividad certificada *ex post*; esta fase crítica podría durar un tiempo considerable.

Si se han producido retrasos en la construcción y aumento de los costos antes de recurrir a las garantías de finalización del promotor, los bancos comprueban que el deudor exija el cobro de las garantías contractuales otorgadas por el constructor y los proveedores y, en dado caso, presente la demanda de indemnización sobre las eventuales pólizas de seguros que cubren eventos de fuerza mayor. En el caso de que persista una prestación técnica inferior a la pactada, los bancos dan tiempo al promotor para resolver los problemas, de acuerdo con lo pactado en el contrato. De costumbre, conceden un periodo de hasta 12 meses para sanar la eventual carencia de desempeño y cumplimiento de indicadores de rendimiento técnico y, una vez terminado dicho lapso, se pasa a la comprobación de la pérdida de productividad definitiva, se cuantifica la reducción de las ganancias por venta (y la disminución del flujo de caja actualizado) y se da comienzo al pago de las indemnizaciones y penalidades (*liquidates damages*) y a la intervención de otras formas de sostén (garantía del patrocinador) para poder reconducir los coeficientes de cobertura de la deuda dentro de los límites pactados. A menudo, el concepto de completamiento físico del proyecto se extiende a demostrar que algunos indicadores de desempeño financiero se hayan logrado. El concepto se concreta en cláusulas contractuales que vinculan los compromisos del promotor y accionista hasta la certificación de que se alcanzaron algunos mínimos indicadores financieros previstos contractualmente.

Si el promotor ha otorgado garantías complementarias de finalización para obtener la liberación de sus compromisos de soporte financiero, como el desembolso de capital contingente, deberá esperar algunos meses después de la terminación física, hasta la presentación de un informe detallado de finalización que permita la certificación de la consecución de los objetivos de producción o de venta.

Una vez superada esta última la fase, los préstamos prevén convencionalmente que el reembolso de la primera cuota inicie después de un periodo de gracia de 6 meses, como mínimo. Independientemente de la duración del préstamo, las modalidades del reembolso del capital varían de proyecto a proyecto. Se pueden enumerar por lo menos siete diferentes modalidades:

- Una cuota constante de capital e interés (llamado mutuo, a la francesa, o *mortgage style*) que contiene un importe de capital

más bajo en los primeros años y después es creciente. Este método puede suponer tasas de interés fijas o variables.

- Una cuota decreciente que contiene cuotas de capital iguales e intereses decrecientes calculados sobre la deuda restante (tal vez el método más utilizado).
- Una cuota de capital variable calculada como porcentaje del flujo de caja disponible en un determinado periodo, después del pago de intereses. Un criterio de cálculo podría ser en proporción a la relación *debt-to-equity* (por ejemplo, si el flujo de caja neto disponible en el semestre ha sido de 2 millones de dólares y la relación D/E de 50/50, la cuota de capital sería de un millón).
- Una cuota de capital variable (irregular) que prevé cuotas más bajas en los años en los que se deben realizar mantenimientos extraordinarios e inversiones de remplazo.
- Cuotas de capital determinadas en cada periodo con base en la actualización del cálculo de las relaciones de cobertura de la deuda (*loan life ratio* y *project life ratio*).
- Un periodo negociado de gracia de capital de n años sobre un plazo global de t años que, cuando $n = t$ origina el llamado *bullet repayment*, es decir, el reembolso de capital en una única solución a la fecha de vencimiento (no es muy común en *project finance*).
- Una cuota de capital proporcional a cierto importe por unidad producida. Representa una fórmula aplicada en la industria de extracción (llamada *production loan*).

La solución técnica para definir la estructura de repago del capital de la deuda tiene que ser clara. La introducción de fórmulas muy flexibles introduce potenciales elementos de subordinación que conllevan a cambios en la estructura y las condiciones del contrato financiero para tener en cuenta el aumento del perfil de riesgo para los bancos.

A nivel de administración de los contratos, la manera de enfrentar eventuales deficiencias de caja para cubrir el servicio de la deuda depende de la estructura legal de los mismos. Algunas soluciones comunes son los recursos depositados en las reservas de cobertura de la deuda, la congelación de efectivo yacente en las cuentas fiduciarias (*retention account*), las eventuales garantías complementarias (y parciales) proporcionadas por los patrocinadores y los llamados *clawback*, es decir, la restitución de eventuales distribuciones de dividendos pagados anteriormente. Otra solución que se encuentra a menudo en los contratos de préstamo es el reembolso obligatorio de

cierto porcentaje (por ejemplo, del 50 %) del exceso de flujo de caja disponible en caso de que los resultados de gestión excedieran las previsiones; en este caso, una cuota preestablecida del flujo de caja neto es destinada obligatoriamente al reembolso anticipado del préstamo y aplicada en orden inverso a partir de los plazos más lejanos en el tiempo.

Otros acuerdos prevén que dentro de una determinada fecha fija el préstamo tiene que ser refinanciado (por ejemplo, a través de una emisión de obligaciones). En caso de que la refinanciación no se pueda concluir, los acuerdos deberían prever que a partir de aquella fecha el flujo de caja disponible fuera destinado a la restitución del capital hasta que el reembolso sea completado. En cambio, las deudas subordinadas son reembolsadas normalmente después de que han sido pagadas las cuotas de los préstamos *senior*. No hay que dejarse engañar por una cláusula que prevé el reembolso a prorrata entre deuda *senior* y deuda subordinada con el flujo de caja disponible, porque esta no cambiaría la regla: el flujo de caja disponible cubre en primer lugar el servicio de la deuda *senior* y, lo que queda, es destinado a los deudores subordinados y después a los accionistas.

El orden de prioridad sobre la caja: las cuentas waterfall

A continuación se presenta la estructura de las cuentas fiduciarias y la naturaleza de las reservas de caja comúnmente utilizadas en *project financing*. Las operaciones de financiación estructurada, por su naturaleza de préstamos basados en *cash-flow*, deben necesariamente limitar el acceso y el control del deudor al flujo de caja. El principio del aislamiento del *cash-flow* de proyecto contribuye a la reducción de varios riesgos. Las modalidades con las que se realiza en la práctica se basan en la constitución de una serie de cuentas de proyecto sobre las que, en un primer momento, son erogados los fondos de las financiaciones y después son canalizados los ingresos del proyecto. Como se ha mencionado anteriormente, la gestión administrativa de estas cuentas es encargada a un fiduciario, el *escrow agent*, el banco que abre estas cuentas de proyecto sujetas al respeto de las prioridades de destinación establecidas en los contratos financieros (la llamada *waterfall*).

No todos los proyectos tienen la ventaja de generar ingresos en divisa por exportaciones que permitan recaudar directamente en el extranjero (con depósitos en cuentas *off-shore*) los flujos de caja. Más frecuentemente, los proyectos producen para la demanda local, lo que genera flujos en divisa local. Además, son muy pocos los países emergentes que aplican regímenes de plena libertad a los movimientos de capital, la divisa local a menudo no es libremente convertible

y transferible al extranjero. Por lo anterior, una cuenta fiduciaria en divisa local está expuesta a todos los riesgos monetarios, desde el de devaluación hasta los de conversión y transferencia. La posibilidad de mantener cuentas en divisa extranjera en el país reduce el primer riesgo, mientras que la posibilidad de cambiar liquidez local y transferir al extranjero la divisa podría depender de la obtención de autorizaciones especiales por parte de las autoridades monetarias del país, quienes controlan los flujos de capitales en salida por medio de la aplicación de restricciones monetarias.

La variedad de las cuentas utilizables depende de las soluciones planteadas por los bancos, pero las cuentas que normalmente se utilizan incluyen:

1. Una *construction account* en la que se depositan los fondos para el pago de los costos de realización;
2. una *revenue account* en la que confluyen los ingresos del proyecto;
3. una *operating account* que alimenta la gestión del capital de trabajo de la empresa, principalmente los costos operacionales;
4. una *debt service account*, la cual recauda la liquidez necesaria para servir la deuda;
5. una *debt service reserve account*, que acumula y mantiene un saldo mínimo de liquidez disponible como fondo prudencial, y
6. una *company account* en la que confluye el flujo de caja neto residual que corresponde a los promotores.

La articulación de la *waterfall*, o jerarquía de pagos, puede ser muy compleja y hasta un poco tediosa. Nos limitaremos a mencionar algunos puntos de prioridad seguidos normalmente durante todo el periodo de gestión:

1. Los ingresos por ventas del servicio o producto son depositados en la *revenue account*.
2. La cuota prevista en el presupuesto mensual, como gastos de gestión por capital de trabajo y *operation & maintenance*, es depositada en la *operating account*.
3. Una cuota mensual correspondiente al interés acumulado y eventual cuota capital de la deuda *senior* es acreditada en la *debt service payment account* (si las cuotas son semestrales, cada mes se acreditaría sobre la cuenta 1/6 del monto de la próxima cuota de capital e intereses por vencer).

4. Una cuota acumulada en la *debt service account* hasta alcanzar el saldo mínimo requerido (generalmente, hasta cuando el saldo corresponda, al menos, a 6 meses de servicio de la deuda).
5. El saldo residuo es acreditado en la *company account* para eventual servicio de deuda subordinada y luego para la distribución de utilidades a los promotores.

La imposición de reservas por parte de los financiadores responde a la exigencia de fortalecer la liquidez por medio del establecimiento de una medida de cautela y disciplina para hacer frente a momentáneas carencias de caja durante el reembolso. La más importante es la reserva para el servicio de la deuda (*debt service reserve*) que, como sabemos, suele cubrir el pago de la cuota por vencer. En algunos casos, los promotores aceptan constituirla y depositar los fondos al momento de la finalización del proyecto (podría ser uno de los *covenants* requeridos para la declaración del completamiento). Otras veces, se permite que la reserva sea alimentada con el flujo de caja disponible después de la puesta en marcha, pero el saldo disponible debe ser acreditado dentro de los primeros 6 meses. Para evitar el costo de la inmovilización de recursos líquidos, a veces los bancos aceptan, en sustitución de las reservas de caja, tanto las cartas de crédito de bancos como las garantías *corporate* de los patrocinadores (que se aceptan únicamente en función del mérito de crédito del promotor).

Otras dos importantes reservas son la de manutención, constituida al momento de la finalización, pero alimentada con provisiones proporcionales a los ingresos, y la de inversiones anuales, que también es provista como porcentaje del flujo de caja disponible para enfrentar los costos de inversión en *capex* (como repuestos o equipos para mejoras) presupuestados para el año siguiente.

Determinación del margen de interés de los préstamos a mediano y largo plazo (*pricing*)

Un componente importante de las políticas de préstamo de las instituciones financieras son las políticas de *pricing*, es decir, la remuneración requerida sobre los empleos. Antes de ahondar en los aspectos prácticos, es preciso reflexionar brevemente acerca de los factores que influyen las políticas de remuneración de las instituciones financieras. La teoría moderna habla de *risk adjusted return on capital* para determinar la remuneración que un banco debería requerir a sus clientes con base

en la estructura de su propio capital, sus costos administrativos y en la calidad de su propia cartera. Ella se basa en la siguiente ecuación:

$$\frac{\text{Resultado neto}}{\text{Capital}} = \frac{\text{Resultado neto}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Capital}}$$

Puesto que todo banco se pone objetivos estratégicos de ROE y ROA, el resultado neto esperado puede ser calculado como la suma algebraica del margen de intermediación menos los costos administrativos, menos las provisiones frente a la cartera vencida sujetas a pérdidas por créditos incobrables. Otra variable que entra en la ecuación es el llamado capital backing, es decir, el capital propio necesario para sustentar los activos (véase el capítulo 3 sobre el Acuerdo de Basilea y los criterios de *capital adequacy*). Por lo tanto, para resolver la ecuación y determinar el objetivo estratégico del margen de intermediación se necesitaría contar con estimaciones atendibles tanto a lo que se refiere a las pérdidas por pagos demorados, como por el monto de capital que absorbe cada transacción y que el banco tiene que inmovilizar frente a cada tipo de activo.

De regreso al tema técnico de las cotizaciones del margen de remuneración sobre los préstamos, su determinación sobre una tasa de interés de referencia depende de la suma de una serie de premios que compensen a los bancos por el riesgo asumido con relación a los diferentes componentes del riesgo de crédito; se incluyen;

- El riesgo país, que depende de la situación política y macroeconómica; dicho también riesgo macro;
- el riesgo comercial, típico del proyecto, que varía también en función del sector y el grado de mitigación ofrecido por la *security*, y
- otros elementos particulares de la operación como la liquidez del instrumento utilizado, la solidez financiera de los promotores, las condiciones de financiación disponibles para el país en cuestión en los mercados financieros internacionales y la necesidad de asociar diferentes fuentes de financiación (cofinanciadores) con las que hay que coordinarse.

El desarrollo de modelos de *credit rating* internos, de los que hemos tratado en los capítulos anteriores, pone a disposición de los financiadores una herramienta metodológica que ayuda a establecer una relación entre remuneración y riesgo del crédito. Por ejemplo, los componentes de premio sobre el riesgo que constituyen el modelo de

referencia de los *spreads* pueden reconducirse a dos principales categorías: la del riesgo macroeconómico del país y la del comercial.

La determinación de los premios correspondientes al *country risk* para los países emergentes es un ejercicio complejo. Para aquellos que tienen acceso al mercado financiero internacional se puede hacer referencia a los datos disponibles acerca del margen aplicado sobre las emisiones más recientes. Para los que no tienen acceso regular a este mercado se puede acudir a un eventual *credit rating*, si existe, o a otros indicadores de calificación de crédito del país difundidos por revistas, agencias e institutos de investigación económica. En los casos más sencillos, los bancos pueden hacer referencia a indicadores externos (*benchmark* de mercado), los cuales podrían encontrarse disponibles en la prensa especializada. Las emisiones de deuda (obligaciones y préstamos sindicados) a mediano y largo plazo de los gobiernos donde se realiza la inversión representan la base de partida en la determinación del *pricing*. Naturalmente, habrá que verificar los datos de préstamos con duración muy cercana a la que se está tomando en consideración, y también averiguar si hay información sobre ejemplos recientes de condiciones de referencia cotizadas en el mercado sobre emisiones de deuda de empresas privadas.

Las políticas de financiación de los bancos internacionales prevén modelos internos de calificación de riesgo que establecen las políticas de admisibilidad del riesgo en países ajenos e indican límites de exposición máxima y los *spreads* aplicables a los clientes. El ejercicio de los economistas de los bancos es más difícil para los países en vía de desarrollo que no tienen acceso a los mercados financieros del crédito comercial a mediano y largo plazo, ya que la percepción de riesgo país, político y macroeconómico es demasiado elevado. A veces, las instituciones financieras multilaterales adoptan un tope al componente de remuneración o premio por el riesgo macroeconómico, pues refleja que tiene objetivos de cooperación internacional, pues es una actitud totalmente ajena a la lógica de mercado seguida por los bancos comerciales. Esta particularidad también está ligada al estatus de acreedor privilegiado que los países deudores conceden a las multilaterales a través de un acceso preferencial a la divisa fuerte en los mismos países.

Para la mayoría de los países emergentes el acceso al mercado internacional depende de la fase del ciclo económico en el que se encuentran, por lo que puede ser inestable. El resultado de un desequilibrio financiero debido a una crisis de liquidez temporal podría restringir su acceso al mercado, de manera tal que los pone en una situación análoga a la de países que no tienen acceso de manera permanente. Una medida de

este tipo puede reflejarse en una drástica contracción de las líneas de crédito disponibles (los llamados *country limits*, establecidos por los bancos sobre el riesgo país), una sensible reducción de las duraciones disponibles y un incremento de los márgenes.

La parte de remuneración pertinente al riesgo intrínseco del proyecto compensa el grado de riesgo de la iniciativa comercial, respecto a la solidez financiera del proyecto y el promotor. Los *spreads* aplicables varían considerablemente en función de la coyuntura de los diferentes sectores industriales. En general, el premio adicional por el riesgo comercial refleja la calificación del crédito específico de cada iniciativa comercial, y puede variar ampliamente. Un *pricing* del margen de la deuda *senior* de un proyecto por encima del 6 % sería representativo en el caso de una remuneración bastante alta, lo que empieza a indicar un nivel de riesgo y remuneración más típica en una deuda subordinada.

Un factor que diferencia el *pricing* de la deuda *senior* de proyectos es la *seniority*, el orden de prioridad en los pagos durante la gestión y el rango privilegiado de recurso sobre el patrimonio en caso de liquidación. El haber obtenido la prioridad en los pagos con respecto a los demás acreedores manifiesta su relevancia cuando los presupuestos resultan equivocados y el proyecto genera menos caja de lo esperado. Para prevenir tratos discriminatorios entre los acreedores del mismo rango, los bancos insertan en los contratos de préstamo la cláusula de *pari passu*, que confirma al préstamo un rango no inferior al de los demás acreedores *senior* no garantizados. El rango de acreedor en caso de liquidación depende del tipo de privilegio obtenido sobre los bienes inmuebles de la empresa-proyecto (como hipoteca y prenda) o sobre el capital de trabajo. Mientras que la prenda sobre las acciones de los patrocinadores solo sirve para asegurarse el llamado *step-in right*, es decir, para tener el derecho de tomar el control de la empresa en lugar del patrocinador en caso de incumplimiento, con el fin de intentar recuperar la solvencia del deudor.

Durante la debida diligencia, los abogados siempre averiguan si las formas legales de garantía requeridas al deudor (por ejemplo, la hipoteca sobre los terrenos, la prenda de acciones) están permitidas por la ley local y son ejecutables porque en algunos países podrían aplicarse restricciones. Una cláusula convencional es el *negative pledge*, con el que se intenta impedir que el deudor conceda garantías o privilegios superiores en eventuales préstamos contraídos posteriormente. Esto, con el fin de evitar la dilución de la garantía sobre el patrimonio en caso de liquidación, también protegido con las restricciones al aumento de la deuda con los *covenants* que imponen límites

de apalancamiento, lo que ha representado uno de los elementos de la evaluación de crédito.

Cuando los proyectos prevén más de una fuente de financiación, estos principios son ratificados en los *intercreditors agreements*, que confirman entre los bancos el principio del *pari passu*, prevén eventuales modalidades de coordinación en caso de dificultad en el servicio de la deuda y establecen en caso de *default* los criterios de acceso y repartición de la liquidación de la *security* y de los activos de la empresa.

Un componente implícito en la remuneración es el premio de liquidez ligado a la duración de las financiaciones a largo plazo. Un elemento de la duración es el periodo de gracia (o preamortización) durante el cual no se rembolsan cuotas de capital, sino que solo maduran los intereses. Este periodo puede coincidir con el periodo de realización de la inversión y termina con la puesta en marcha de la producción y el inicio de la generación de ingresos.

La remuneración total de los bancos debe incluir correctamente tanto el margen como las comisiones para determinar el llamado *all-in pricing*. Una primera categoría de comisiones es representada por las llamadas *up-front*, es decir, las que se deben pagar inmediatamente después de la firma del préstamo. Entre ellas están los llamados *front-end fee*, *arrangement fee*, *underwriting fee*, *management fee*, que son una forma de compensación anticipada para la organización y la suscripción del préstamo, y proporcionan una contribución importante a la cuenta económica de los bancos. No es de extrañar que, en conjunto, reúnan entre el 2 y el 4 % del valor del préstamo. Otro tipo común de comisión es el *commitment fee*, pagado durante el periodo de disponibilidad del crédito sobre los importes aún no utilizados, que normalmente puede llegar al 1 % del valor total del préstamo, aplicable indiferentemente en compromisos a tasas fijas y variables. Una retribución fija anual sirve para remunerar la actividad del *agent*, la cual es llamada *agency fee* que representa una comisión de administración.

Algunos bancos requieren comisiones específicas anticipadas para la actividad de debida diligencia y evaluación, además, requieren el reembolso de los costos externos sostenidos en la evaluación como los legales, los peritajes, la asesoría ambiental y los gastos vivos y de viaje.

Otra categoría de comisiones está ligada a eventuales servicios accesorios incluidos en el préstamo, ligados a variaciones durante la vida de este como, por ejemplo, el ejercicio de la opción de conversión de tasa variable a tasa fija, o bien, el uso de la fórmula *multicurrency*, que consiente en el cambio de la moneda de denominación del préstamo. Otro tipo de comisiones, en cambio, forman parte de la categoría

de las penalidades, por ejemplo, en caso de reembolso anticipado, mora por retraso en el pago o de deshacer contratos de cobertura de riesgo como eventuales *swaps* de tasa de interés entre tasa variable y fija o de *swap* de divisa para convertir dólares en moneda local, cuando está disponible en el mercado.

Las herramientas derivadas para la cobertura del riesgo de interés

Las tasas aplicadas sobre los préstamos a largo plazo pueden ser fijas, variables cotizadas sobre tasa de referencia Libor, o variables con opción de conversión en una tasa fija a una fecha determinada; también es posible lo contrario, esto es, la conversión de una tasa fija a una variable. Estas herramientas, derivadas del mercado financiero, están sujetas a la volatilidad de las condiciones de mercado. Su costo depende de la evolución de las cotizaciones en el mercado *swap* y de la comisión variable que cobran los bancos a sus clientes, según las condiciones del mercado y del país (indicativamente de 1/8 a 1/4 de punto porcentual). Es posible también negociar opciones sobre la tasa variable para establecer *a priori* su banda de oscilación, entre un valor mínimo *floor* y uno máximo *cap* (las llamadas operaciones *collar*). Se trata de un tipo de derivado que establece un rango de tasa de interés aceptable al deudor que permite adecuaciones limitadas en caso de variaciones de la tasa de referencia como, por ejemplo, la Libor.

La orientación del mercado hacia las tasas fijas, más que hacia las variables, depende de las expectativas sobre las tasas de interés. Cuando la coyuntura del mercado sobre las principales divisas (dólar, euro) es favorable, con tasas bajas, normalmente disminuye el interés de los beneficiarios a vincularse al pago de una tasa de interés fija más elevada, pero cuando las expectativas a mediano plazo dejan prever un posible cambio con tendencia al alza, se debería considerar la oportunidad de fijar la tasa de interés.

Puesto que las operaciones de financiación estructurada se basan en la previsibilidad del flujo de caja, siempre es aconsejable cerrar los préstamos a largo plazo a tasa fija o, si no fuera posible, buscar instrumentos derivados para cubrir el riesgo de interés, una estrategia que a menudo el banco asesor o el mismo *arranger* debería sugerir a sus clientes. Otra herramienta derivada que permite proteger del riesgo de aumento de las tasas de interés, aun cuando se elija mantener una

posición abierta sobre la tasa variable, es la *swaption*, la cual consiste en la adquisición de una opción *forward* para un *swap* de tasa variable a tasa fija. Esta permite al cliente mantener el beneficio de la eventual baja de las tasas entre el momento de la firma y el de la erogación, y ejercer la opción frente a una tendencia al alza de la tasa, contra el pago adelantado del precio de la opción.

El riesgo de la variabilidad de la tasa de interés en el *project financing* representa una eventualidad que no es aceptada por muchos financiadores. La cobertura a través del mercado de los productos financieros derivados es, pues, muy frecuente. Vamos a exponer, en síntesis, un ejemplo de *interest rate swap*, útil para recordar los principios técnicos básicos de la operación.

Los *swaps* son contratos para intercambiar flujos de efectivo en un cierto tiempo. En el mercado de derivados financieros existen tres tipos básicos: de tasa de interés, divisa e incumplimiento crediticio. Las empresas pueden acudir al mercado de *swap* para mitigar su exposición al riesgo y modificar su posición.

Formulemos la hipótesis de una empresa-proyecto que haya asumido un préstamo sindicado de 100 millones de dólares a 10 años al Libor +4 % (para simplificar, con reembolso de capital en una única solución al final del periodo), y la decisión de tomar el riesgo de tasa variable fue tomada comparando una oportunidad de tasa fija del 10 % por año. Teóricamente, la empresa estaría pagando menos intereses cuando la tasa Libor se mantenga por debajo del 6 %. Consideremos que un banco con *rating* AAA haya emitido un bono de tasa fija a 10 años al 8 %. Si la empresa tuviese una expectativa de tasas al alza, podría buscar la oportunidad de intercambiar su obligación variable por el compromiso de pagar una tasa fija. Las dos partes desean permutar su exposición, pero, como no se conocen y no entrarán en contacto directo, ambas acuden a un intermediario financiero —quien en realidad resulta ser la contraparte de ambos, lo que implica asumir el riesgo relacionado—, el cual les permite intercambiar el pago de intereses. La tasa fija aplicada por el mercado al proyecto, que tiene una calificación de crédito inferior, hubiera sido más alta, supongamos del 12 %. Con el *swap*, la empresa se compromete a pagar al intermediario a vencimiento de los intereses la tasa fija del 10 %, lo que significaría un ahorro del 2 % sobre su costo teórico de fondeo a tasa fija. Los contratos de *swap* se ejecutan sin cambiar los términos del préstamo original; el intermediario debería haber encontrado una contraparte que pagara a cambio su obligación de interés variable pues, en realidad, los pagos se harán solo por el flujo neto.

Tabla 14.3. Ejemplo de cálculo de beneficio de *swap* de interés

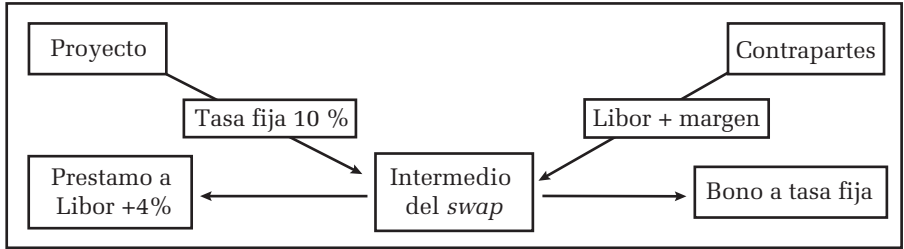
Años	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Swap obligación fija (pago en millones)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Tasa variable Libor	6 %	5 %	5 %	6 %	6 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %
Préstamo original a tasa variable (pago en millones)	10	9	9	10	10	11	11	11	11	11
Diferencia teórica (en millones)	0	+1	+1	0	0	-1	-1	-1	-1	-1

Fuente: Elaboración propia.

En el caso expuesto se ha mostrado cómo serían los flujos de efectivo de ese *swap*, en el caso de una evolución de la tasa Libor en el tiempo. En esa eventualidad, la empresa tendría que pagar una diferencia neta en los primeros tres años, mientras recibiría pagos netos en los últimos cinco; si bien el caso expuesto muestra una ganancia neta de la cobertura *swap*, estos contratos, al igual que otros derivados, son esencialmente transacciones a suma cero, donde el mercado equilibra las posiciones al reducir la posibilidad de arbitraje.

El intermediario cobra una remuneración para compensar su riesgo de contraparte y de administración del *swap*.

Figura 14.3. Modelo de operación de *swap* de interés



Fuente: Elaboración propia.

La *term sheet*: contenido, características y finalidad

Mientras que el contenido de la *mandate letter* es limitado y se mantiene intencionalmente impreciso sobre los aspectos técnicos de la operación financiera, el documento detallado de la negociación de las condiciones del préstamo es la hoja de términos, la *term sheet*.

Una vez completada la evaluación del riesgo de crédito del proyecto (*appraisal*), el banco *arranger* elabora un borrador de este documento que envía al cliente para que lo comente e inicie la negociación de la transacción. Después de llegar a un acuerdo sobre los términos comerciales de la transacción, sus contenidos son transferidos e integrados a los documentos legales definitivos que representan la estructura del préstamo, en particular el *loan agreement*, el *security agreement* y los compromisos de soporte de los promotores.

El *term sheet* tiene que ser un documento operativo sintético y de fácil consulta, de no más de 20 o 30 páginas. La estructura descrita a continuación es típica de un crédito sindicado *senior*, pero su utilización, con las debidas adaptaciones a las diferentes condiciones, es común, incluso, en la negociación de otras transacciones financieras.

- 1. Identificación del deudor, el proyecto y los *arrangers*:** Empresa-proyecto, promotores (respectivas cuotas de control), breve descripción y finalidad del proyecto y de los *co-arrangers* que han suscrito el préstamo sindicato preliminarmente.
 - 2. Costo del proyecto y cobertura financiera:** Descripción sintética con la estimación indicativa de los costos de realización y el total, que incluye las contingencias, las exigencias de capital de trabajo inicial, los costos financieros (comisiones de varios géneros pagadas a asesores, bancos y *developers*, llamados *soft costs*) y los intereses durante la construcción.
 - 3. Documentación principal del proyecto:** Contiene el listado de todos los documentos contractuales previstos por las partes, para cada uno se debe confirmar la firma y el inicio de su vigencia antes del desembolso del préstamo (acuerdo de concesión, contratos de venta a largo plazo, contratos de provisión, contrato de construcción, acuerdos entre socios, acta constitutiva y estatuto, contrato de operación, seguros, aprobaciones y permisos, contrato de adquisición o alquiler del terreno).
- Conjunto de todos los préstamos contraídos paralelamente al préstamo en cuestión.

- Identificación de los compromisos contractuales de soporte financiero de los promotores (*completion support* y *cost overrun*).
- Eventuales compromisos financieros de garantía por parte de las casas madre de los promotores.
- Eventuales garantías del gobierno y sostén indirecto al proyecto o garantías de pago sobre compromisos de compra (*off-take*) de producto por parte de empresas estatales, no interferencia en la gestión, puesta a disposición de la divisa extranjera, acuerdos marco de alcance más amplio del tipo *implementation agreement* o *concession agreement*, cartas de compromiso a la concesión de estatus especiales en zonas francas y beneficios fiscales y cesión de los derechos relacionados a terceras partes.
- Autorizaciones a la inversión extranjera, así como otros permisos y licencias previstos para la construcción y el ejercicio de la empresa, incluso los permisos de cumplimiento de normas ambientales y sociales.
- *Shareholder's agreement*. Acuerdo entre los socios promotores para realizar y capitalizar la empresa. Establece el reparto de las cuotas de *equity*, las funciones de cada socio, las modalidades de depósito del capital y de transferencia de las participaciones; también puede prever formas de financiación transitorias a favor del proyecto antes de la constitución material y suscripción del capital accionario.
- Eventuales préstamos subordinados y otras formas de *mezzanine*.
- *Share retention agreement*. Compromiso de los accionistas principales para mantener o no reducir la cuota de control durante un periodo mínimo (que podría coincidir con la vida del préstamo).
- *Engineering procurement and construction contract*. Contrato *llave en mano* para la ejecución de la obra o, en su ausencia, los eventuales contratos de provisión de instalaciones y componentes principales, si la responsabilidad de realización no es única.
- *Security documentation*. Es aquella que evidencia las garantías colaterales: hipotecas, prendas, cesiones en garantía (*assignment*) de otros activos circulantes y de los derechos de la empresa sobre los contratos de proyecto y las cuentas bancarias, garantías de finalización, acuerdos entre financiadores (*intercreditor agreement*), compromisos de respaldo a la finalización de los promotores o prenda sobre las acciones de estos.
- Contratos de venta del producto o del servicio: una cuota importante de los ingresos puede derivar de diferentes tipos de contrato de venta a largo plazo (*off-take agreement*, *take-and-pay*

contract) que determinan la proyección del flujo de caja en función de las condiciones de precio (fijo, de mercado, de mercado con garantía de un mínimo) y de cantidades comprometidas (por eventuales volúmenes de producción adquiridos en firme).

- *Management agreement* con eventuales socios técnicos encargados de la operación.
- Eventuales acuerdos de licencia y de asistencia técnica.
- Contratos de provisión a largo plazo de las principales materias primas, productos intermedios y servicios esenciales.
- *Escrow accounts* que canalicen los cobros en divisa derivados de exportaciones y de ingresos por venta en cuentas bancarias. Tienen el objetivo de restringir la disponibilidad del deudor sobre los recursos financieros y de asegurar el respeto de las prioridades de destinación de la caja (primero los costos operativos e, inmediatamente después, el servicio de la deuda); a veces, estas cuentas se abren en un banco extranjero (*off-shore accounts*) y tienen que mantener un saldo de caja mínimo.
- Otros eventuales acuerdos fiduciarios para la gestión de la *security* concedida a los acreedores *senior*.

4. Condiciones financieras y duración del préstamo

- Plazo y condiciones de reembolso del capital: plan de amortización del capital y pago periódico del interés.
- Condiciones de reembolso anticipado opcional, eventuales importes mínimos, periodo antes del cual no es admisible, penalidades aplicables.
- Condiciones de aceleración del reembolso del préstamo (*mandatory prepayment*) de acuerdo con la regla del *pari passu*. Los eventuales reembolsos anticipados de capital deben ser aplicados a prorrata entre financiadores. La *illegality clause*, típica de los préstamos en el euromercado, en caso de que se vuelva ilegal para el banco mantener el préstamo; cuando el flujo de caja o la distribución de dividendos excede ciertos límites fijados en el contrato.
- Tasa de interés de referencia aplicable, margen y sus eventuales condiciones de variabilidad (*step-up, step-down*), condiciones particulares de remuneración indexadas a los resultados operativos (*equity kicker*). Indicación eventual de la tasa fija y condiciones de conversión de variable a fijo y viceversa.
- Periodicidad y fechas de pago de los intereses.
- Comisión de compromiso (*commitment fee*).

- Comisiones de organización (*arrangement fee, front end fee, management fee, success fee*).
- Intereses de mora (*late payment fee*) como penalidad adicional al margen sobre el pago atrasado.
- Cláusulas estándar de los préstamos sindicados sobre el euromercado: determinación de la tasa de interés sustitutiva en caso de *market disaster*, es decir, del derrumbe del euromercado con base en la existencia de la tasa Libor. *Increased costs clause* para compensar el aumento de los costos de provisión en caso de imposición de obligaciones de reserva e impuestos en ese mercado.
- Definición de las características de la deuda *senior* e identificación de las deudas subordinadas. Las condiciones de subordinación dependen del orden en la jerarquía de los pagos; el servicio de la deuda subordinada puede ser suspendido en caso de incumplimiento del servicio de la deuda *senior* o por falta a las cláusulas de *covenant* (lo que se llama *non-payment default*), también en caso de fallida consecución de ciertos índices financieros.

5. Condiciones de desembolso

- Periodo de disponibilidad del préstamo y *cut-off dates*, es decir, las fechas antes y después de las cuales no se tiene o se pierde la posibilidad de utilizar el préstamo.
- Programa de los desembolsos con base en el presupuesto de los pagos y en la necesidad de garantizar el mantenimiento de la relación *debt-to-equity* en la fase de erogación (una posición más rígida prevé el pago preventivo de la *equity* en su totalidad). Proporción, orden de desembolso y plazos de pago de los diferentes préstamos; posibilidad de rembolsar cuotas anticipadas por los promotores en exceso de sus compromisos de *equity*; importe mínimo de desembolso.
- *Security*. Es la legalización de privilegios sobre los predios y los activos cuando sean terminados (en forma de hipotecas y prendas), su respectivo registro puede retrasar la erogación del préstamo. En presencia de diferentes financiaciones y jurisdicciones legales es preferible requerirlo para evitar encontrarse en desventaja con respecto a quien lo obtiene y se hallaría favorecido por la prioridad adquirida en una eventual liquidación.
- *Negative pledge*. Es un préstamo *senior*, pero *unsecured* (sin privilegios sobre los activos fijos), debería contener una cláusula

que establece un compromiso contractual a no conceder un nivel de garantía superior a otros acreedores, a menos de que se extienda también al préstamo en cuestión.

- Las condiciones que pueden suspender la primera erogación son dictadas por la prudencia en averiguar, preliminarmente, la existencia de todas las condiciones sobre las que ha sido concedido el préstamo: la vigencia de todos los contratos principales, si los privilegios sobre los activos y los contratos son eficaces, los permisos y las autorizaciones son obtenidos, la vigencia de las declaraciones y representaciones de los promotores, entrega de los estados financieros auditados de los promotores, las deliberaciones y los documentos legales de la empresa están disponibles, la empresa se ha dotado de un sistema contable y ha contraído los seguros pactados, las opiniones legales están conformes, las comisiones han sido pagadas.
 - Condiciones que pueden detener todas las erogaciones: el deudor está cumpliendo sus compromisos (*no event of default*), no se ha producido un *material adverse change* (la situación objetiva sobre la que ha sido otorgado el préstamo no se ha deteriorado sensiblemente. Esta cláusula abre un tema legal sobre la definición de lo que se considera un evento *material*), las declaraciones (*representations and warranties*) del deudor siguen siendo verdaderas y eficaces.
 - Condiciones para la transferencia de los fondos al extranjero que se refieran al eventual registro del préstamo para fines de pago en divisa: otras acciones necesarias para asegurar la conversión y la transferencia de los fondos.
 - Opiniones legales (*legal opinion*) para confirmar la existencia y la organización del deudor de conformidad con la ley local, la validez de los contratos principales, la legalidad de las concesiones y licencias, la eficacia de los privilegios adquiridos, en caso de que se tenga que solicitar su ejecución en procedimientos legales.
 - Estatuto y acta constitutiva del deudor, evidencia del depósito de cuotas suscritas.
 - Peritaje o avalúo independiente de los activos aportados a capital.
 - Disposición de los eventuales estudios de mercado; certificación de reservas (para los proyectos en el sector de extracción).
6. **Loan covenants:** Son compromisos, obligaciones y restricciones que se deben imponer al deudor durante la vida del préstamo, estos son:

- *Affirmative covenants* (compromisos):
 - Mantener el objeto social invariado (para proyectos nuevos es el proyecto).
 - Superar las pruebas de finalización.
 - Mantener vigentes los permisos y las licencias.
 - Suscribir y renovar los seguros previstos.
 - Cumplir con los principios contables aceptados en la praxis internacional (como IFRS).
 - Asumir una sociedad de ingeniería independiente para monitorear el avance.
 - Poner a disposición un *reporting* contable periódico trimestral o semestral.
 - Proporcionar el balance anual certificado dentro de un plazo cierto.
 - Respetar los *financial covenants* (relación de capitalización mínima, coeficiente de liquidez mínimo, relación de cobertura de la deuda mínima).

- *Negative covenants*, es decir, asuntos que *no se deben* hacer, son concebidas para preservar el flujo de caja, el patrimonio y la gestión empresarial a través de un control indirecto. Estas imponen restricciones sobre:
 - Asumir nuevos préstamos a largo plazo de monto excedente a lo permitido y previstos en el plan financiero.
 - Ceder activos patrimoniales con valor superior a lo permitido (incluyendo formas como el *sale-leaseback*).
 - Realizar inversiones en equipo y activo fijo adicionales que rebasen un límite anual permitido.
 - Realizar cambios corporativos importantes (fusiones, incorporaciones).
 - Asumir una deuda a corto plazo por encima de cierto porcentaje permitido con relación a las ventas.
 - Asumir compromisos de *leasing* por encima de cierto importe límite.
 - Conceder privilegios sobre activos o sobre las utilidades.
 - Pagar dividendos si la relación de cobertura de la deuda (o la relación *debt-to-equity*) y el coeficiente de liquidez son inferiores a los indicadores acordados.
 - Modificar los contratos de proyecto sin la previa autorización del financiador.

- Concluir contratos en condiciones favorables con terceros o partes relacionadas (afiliadas en violación del principio de *arms-length transaction*).
7. **Incumplimientos (*default*):** Se distinguen dos tipos: el *default* de pago y el no monetario o técnico; los primeros son más graves que los segundos; el contrato puede prever diferentes periodos de gracia para permitir al deudor remediar la situación. Conllevan diversas consecuencias contractuales, de persistir un incumplimiento más allá de un determinado periodo se activa el pago de indemnizaciones y las medidas conservativas sobre las garantías colaterales.
8. **Soporte financiero de los promotores**
- Garantías financieras de aportación de capital adicional o contingente (*stand-by equity*) como cobertura de mayores costos hasta completar la obra, o bien garantía sobre la deuda.
 - Compromiso para aportar capital adicional (*equity* o préstamos subordinados) hasta superar las pruebas de finalización (llamadas también *project funds agreements*).
 - *Project completion date*, finalización física, verificaciones de terminación operativa (consecución de ciertos niveles de utilización de la capacidad productiva), finalización financiera (consecución de cierto nivel de ventas, verificación contable de la consecución de ciertos índices financieros, como Ebitda).
9. **Otros**
- Ley aplicable: la ley que regula los acuerdos contractuales. Es difícil escaparse de la ley local si se llegaron a presentar demandas legales para hacer valer los derechos de garantías reales y privilegios constituidos localmente.
 - Jurisdicción: el tribunal competente para juzgar sobre las demandas y pleitos legales.

La función de los acuerdos entre acreedores

La movilización de ingentes recursos para financiar proyectos de importe relevante condujo a la necesidad de agregar múltiples fuentes de financiación —préstamos sindicados, créditos a la exportación, colocaciones de obligaciones, préstamos de bancos multilaterales— de lo cual nació la definición de *multisource project finance*. En estos casos,

para prevenir eventuales pleitos entre diferentes financiadores y para homogeneizar y simplificar la documentación legal de los préstamos, se empezaron a utilizar documentos llamados *intercreditor agreement* y *coordination agreement* (o *common terms agreement*).

Los contenidos típicos del *intercreditor agreement* regulan:

- El nombramiento del *agent bank*, sus funciones administrativas y las obligaciones de los *lender*;
- el nombramiento del *collateral agent* (o *trust* o *escrow agent*) para mantener vigente la *security package* otorgada a beneficio de todos los acreedores *senior*;
- la orden de desembolso de los diferentes préstamos;
- los plazos de reembolso y vencimientos de pago de los diferentes préstamos;
- las modalidades y el orden de distribución de la caja destinada periódicamente al reembolso de los diferentes préstamos;
- el derecho de los financiadores para suspender o cancelar partes del préstamo;
- la determinación del cumplimiento de las condiciones que pueden suspender la erogación de los fondos;
- el manejo distinto entre *fundamental events of default* (pagos faltantes, rescisión de contratos) y *minor events of default* (*defaults* técnicos) con el trato cautelar aplicable;
- la gestión del periodo de espera (*standstill*) antes de declarar un evento de incumplimiento, pedir el pago de indemnizaciones, acelerar el préstamo e iniciar el procedimiento ejecutivo sobre las garantías;
- el orden de distribución de las recuperaciones derivadas de la ejecución de las garantías;
- la concesión de derogaciones (*waivers a covenants*), la aprobación de ciertas acciones de deudor y modificaciones a la documentación;
- la inclusión del principio del silencio-consentimiento sobre ciertos tipos de aprobaciones administrativas, y
- el acuerdo para repartir a prorrata todos los pagos voluntarios recibidos por el deudor.

El principio regulador de los acuerdos entre financiadores es el principio democrático en proporción al importe de los préstamos existentes. Muchas decisiones comunes de los financiadores se basan en el ejercicio de los derechos de voto y, según la importancia de la

decisión discutida, está prevista la obtención de diferentes mayorías calificadas. Mientras que algunas decisiones pueden requerir la mayoría simple, otras, más relevantes, como las relacionadas con la decisión de proceder a medidas para conservar sobre las garantías, podrían requerir una mayoría superior al 80 %, cuando no la unanimidad.

Las decisiones que están normalmente sujetas a la obtención de mayorías calificadas se refieren a la suspensión o cancelación de cuotas de préstamos, la determinación del cumplimiento de las condiciones preliminares para la primera erogación, las decisiones relativas a los *standstill periods*, las decisiones sobre las concesiones de derogaciones (*waivers*) y aprobaciones de modificaciones a la documentación de proyecto y a cada uno de los préstamos.

La necesidad de estructurar estos acuerdos se debe a las diferencias de comportamiento entre el sindicato de los bancos comerciales, por un lado, y los obligacionistas y las agencias de crédito a la exportación, por otro.

Por ejemplo, la erogación de los fondos captados con emisiones de bonos son una solución, de manera que la liquidez tiene que depositarse en cuentas de tesorería, pero los tenedores de bonos no tienen ningún derecho prioritario sobre los fondos no utilizados. Los obligacionistas son financiadores individuales y muy fragmentados que, por su naturaleza, son inversionistas pasivos. Por esta razón, los *bond* prevén cláusulas de *covenants* y *events of default* menos complejas y onerosas que los préstamos sindicados. Sin embargo, la aprobación de derogaciones o modificaciones es mucho más laboriosa. El proceso de decisión de los obligacionistas prevé la convocación de asambleas con gran anticipación, de las cuales se encarga un agente nombrado por la misma asamblea (*indenture trustee*) por lo que la estructura del acuerdo tiende a minimizar el requerimiento de intervenciones activas de los obligacionistas. El problema, en el caso de algunas emisiones, ha sido resuelto utilizando la garantía de una *mono-line-insurance company*, que permite delegar el poder sobre casi todas las decisiones en las manos del fiador que toma el riesgo de repago.

El involucramiento de las ECA (*export credit agency*, agencias de crédito a la exportación) puede conllevar conductas rígidas debido a los tiempos de reacción de las entidades públicas que deben respetar sus propios reglamentos, pero también plantea problemas técnicos. En algunos casos, las ECA requieren el derecho de veto sobre decisiones que podrían aumentar la probabilidad de una demanda de indemnización del seguro al respecto. El pago de una indemnización de parte de una

ECA implica el derecho de subrogación con base en el que la agencia se vuelve acreedora y adquiere el derecho de intentar recuperar los montos pagados (lo que la convierte en una potencial parte beneficiaria de la *security*). En cambio, en el caso del pago de una indemnización a un inversionista asegurado contra el riesgo político, las ECA difícilmente pagan la indemnización sin antes haber obtenido la transferencia de las acciones. Sin embargo, si el mismo evento político también constituye un incumplimiento sobre los préstamos, la situación se complica ya que los bancos podrían pretender ejercer sus propios derechos de primacía sobre la *security*; en tal caso, el patrocinador perdería el beneficio de la cobertura del riesgo político.

El *coordination agreement* (el acuerdo de coordinación entre los acreedores) se ha vuelto el método preferido para documentar préstamos *multisource*. Se trata de un acuerdo entre la empresa-proyecto, todos los financiadores, los diferentes bancos agentes, los bancos fiduciarios de la *security* y el agente destinado a gestionar el *intercreditor agreement*. Su objetivo es el de simplificar la preparación de los diferentes acuerdos de préstamo (*loan agreements*), en procura de que las definiciones y la terminología usadas en todos los contratos sean coherentes y uniformes.

El contenido típico del *coordination agreement* incluye:

- Las definiciones comunes en detalle utilizadas en todos los documentos financieros;
- las condiciones precedentes para el primer desembolso;
- el mecanismo de erogación de los préstamos y la relativa secuencia de disponibilidad;
- la lista de las representaciones, declaraciones, *covenants* y eventos de incumplimiento;
- la información general acerca del proyecto;
- los presupuestos y las proyecciones financieras del caso base;
- las coberturas de seguros requeridas;
- el mecanismo de las cuentas de proyecto que regulan la prioridad “en cascada” de la destinación de fondos;
- los principios reguladores del *intercreditor agreement*, y
- la definición de las funciones de la agencia.

Cada contrato de préstamo incorpora el contenido del *coordination agreement*, de este modo se obtiene un texto simplificado que se puede limitar a especificar las cláusulas peculiares de la financiación: importe, términos de reembolso, interés y comisiones.

La negociación del *coordination agreement* también ofrece un instrumento útil para compartir contribuciones de consultores externos, como ingenieros y expertos ambientales, lo que permite limitar los costos de los asesores independientes utilizados por los financiadores, que finalmente recaen sobre el promotor. De hecho, todos los financiadores pueden aceptar contratar y utilizar los reportes del mismo grupo de expertos independientes (como *technical adviser*, *insurance adviser*, *market adviser*) mientras cada institución financiadora contrata su propio asesor legal.

Finanza empresarial

Se terminó de imprimir en marzo de 2018,
en los talleres de Javegraf, Bogotá, D. C., Colombia.

Compuesto con tipos Melior
e impreso en papel bond beige de 70 gramos.

Uno de los mayores desafíos de las empresas en los países emergentes ha sido encontrar fondeo para sus planes de crecimiento y negociar la financiación con contrapartes. Este libro se diferencia de los textos de finanzas tradicionales por su aporte práctico de conocimientos aplicados, pues acompaña al banquero, al inversionista, al emprendedor y al estudiante en la comprensión del funcionamiento del mercado y de las herramientas financieras. En sus páginas se exponen, además, el papel y los comportamientos de los inversionistas frente el riesgo y las metodologías para evaluarlo, mitigarlo y compensarlo.

Fernando Fabre

PRESIDENTE DE ENDEAVOR

A quienes trajinamos en el mundo académico y universitario nos es fácil entender el empuje y el valor de quienes comparten su conocimiento escribiendo y publicando libros, y esto es más meritorio cuando el libro no proviene de un académico de profesión, como en el caso de Roberto Albisetti, quien, aprovechando una larga, exitosa y diversa trayectoria profesional, se aventura nuevamente, acudiendo a su experiencia como profesor universitario, a entregarnos un libro dirigido a empresas, consultores, bancos y estudiantes universitarios para fortalecer conocimientos aplicados a los negocios en estrategia, mercados financieros, valoración de empresas, estructuración y negociación de inversiones y adquisiciones.

Pablo Navas Sanz de Santamaría

RECTOR DE LA UNIVERSIDAD DE LOS ANDES, COLOMBIA

Las tendencias de los mercados internacionales y su evolución frente a las crisis, las técnicas de evaluación del riesgo de crédito y de inversión de capital y la innovación en los productos financieros, los tres temas que los textos de finanzas tradicionales tratan de forma aislada, son abordados aquí integralmente. Este libro brinda una perspectiva estratégica y gerencial para desarrollar habilidades profesionales que facilitan las negociaciones entre empresas e inversionistas externos y bancos.

Raúl Alemán Zubieta

VICEPRESIDENTE EJECUTIVO Y GERENTE GENERAL
DEL BANCO GENERAL, PANAMÁ

