

TOPICO 11 - FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO

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

INTRODUCCIÓN

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

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

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

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

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

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

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

FUENTES E INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO:

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

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

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

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

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

Principales Instrumentos de Financiamiento Externo

MEDIANTE PASIVOS

Bonos quirografarios
Bonos hipotecarios
Bonos prendarios
Préstamos con garantía inmobiliaria o mobiliaria
Arrendamiento financiero

MEDIANTE CUASI CAPITAL

Acciones preferidas
Deuda subordinada

MEDIANTE CAPITAL O PATRIMONIO

Acciones comunes
Derechos

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

BONOS U OBLIGACIONES

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

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

En Venezuela, la emisión de bonos u obligaciones está restringida a sociedades, quizás más específicamente a las Sociedades o Compañías Anónimas. Aunque la Ley de Mercado de Capitales no lo señala expresamente, cuando

dice que su emisión debe ser aprobada por una Asamblea de Accionistas, con un quórum no menor al 75%, por mayoría simple, salvo que los estatutos de la sociedad exijan un quórum o mayoría superior, solo se puede estar refiriendo a este tipo de sociedad. Pueden ser nominativos o al portador, negociables o no negociables, pueden ser convertibles en acciones o en otro instrumento de deuda, a opción del tenedor, si tal condición ha sido contemplada en su prospecto de emisión. Todas las emisiones de este tipo de instrumento requieren la designación de un representante común de los obligacionistas

TIPOS DE BONOS

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

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

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

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

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

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

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

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

Se rescatan en forma ordinaria cuando las oportunidades y montos aparecen en forma detallada y clara en los prospectos de emisión. Es extraordinaria cuando en el prospecto se deja constancia de que la empresa puede, a partir de cierto tiempo y mediante el pago de una prima, redimir, total o parcialmente, los bonos en circulación.

El rescate es parcial cuando sólo se redime un monto inferior al total de las obligaciones en circulación; y es total cuando la redención elimina en forma definitiva las obligaciones emitidas.

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

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

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

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

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

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

Evaluación de las obligaciones como fuentes de financiamiento:

VENTAJAS

El costo y rendimiento de la deuda son limitados, sin participación en las utilidades.
No se compromete el control de la Empresa.
Los pagos de intereses sobre este tipo de deuda son deducibles de impuestos.

DESVENTAJAS

La deuda es un cargo fijo, lo cual pudiera originar incapacidad de cubrir la obligación.
Mayor apalancamiento financiero, seguramente con tasas de interés más altas.
Fecha fija de vencimiento.

No comprometen en forma indefinida a la empresa.
Su duración típica es de tres a cinco años.
Si son rescatables, el emisor puede hacerlo si mejora su flujo de efectivo.

Mayor riesgo.
Condiciones de crédito más exigentes.
Incapacidad para obtener otros financiamientos a largo plazo.

ACCIONES

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

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

CLASIFICACION DE LAS ACCIONES

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

Según la forma de transmitirse la acción:

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

Según los derechos patrimoniales:

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

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

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

ACCIONES ORDINARIAS O COMUNES

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

haber saldado todos los pasivos y los derechos de los accionistas preferentes, se distribuye proporcionalmente entre las acciones comunes u ordinarias en circulación. Adicionalmente, las acciones comunes participan activamente en el gobierno de la sociedad.

Derecho de las acciones Comunes

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

Características de las Acciones Comunes

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

Evaluación de las acciones comunes como fuente de financiamiento:

a.- Desde el punto de vista del emisor

VENTAJAS

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

Las acciones comunes no tienen fecha fija de vencimiento.

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

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

DESVENTAJAS

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

Representan un Costo de Capital más alto.

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

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

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

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

b.- Desde el punto de vista del inversionista

VENTAJAS

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

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

Participación igualitaria en dividendos.

Por representar la propiedad de la empresa,

DESVENTAJAS

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

No tienen vencimiento.

Últimos en cobrar, en caso de cierre del negocio.

proporcionan una mejor protección financiera contra la inflación.

ACCIONES PREFERIDAS O PREFERENTES

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

Poseen derechos pecuniarios y derechos administrativos:

PECUNIARIOS

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

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

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

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

Derecho a redención o rescate, según prospecto.

ADMINISTRATIVOS

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

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

De acuerdo al porcentaje del patrimonio, pueden designar directores.

Derechos de suscripción o conversión.

Características de las Acciones Preferentes

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

Otros derechos que pueden ser otorgados:

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

Evaluación de las acciones preferidas como fuentes de financiamiento:

VENTAJAS

Eliminan la participación igualitaria en las utilidades.

Por su voto limitado, no se comparte el control.

No se hipotecan los activos de la empresa.

No tienen fecha de vencimiento.

DESVENTAJAS

Los dividendos no son deducibles de impuesto sobre la renta.

Mediana pérdida del control sobre algunas materias.

Su conversión o redención puede acarrear costos adicionales.

OTROS TIPOS DE ACCIONES

Acciones en Tesorería

Aun cuando no son fuentes de financiamiento, se deben mencionar las acciones en tesorería. Son aquellas que, una vez emitidas, son readquiridas por la empresa. Esta adquisición puede tener por objeto la anulación de tales

acciones o su retiro temporal con el objeto de estabilizar su valor de mercado o para llevar adelante programas especiales como de compensación a sus ejecutivos o de emisión de instrumentos basados en acciones. Tanto el Código de Comercio como la Ley de Mercado de Capitales establecen restricciones para tales adquisiciones al señalar que "Los administradores no pueden adquirir las acciones de la sociedad por cuenta de ella, salvo el caso de que la adquisición sea autorizada por la Asamblea y se haga con sumas provenientes de utilidades regularmente obtenidas, según los balances sociales. En ningún caso, es permitido a la sociedad hacer préstamos o anticipaciones con garantía de sus propias acciones".

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

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

Inocencio Sánchez – Septiembre/1999

LA CADENA DEL VALOR

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

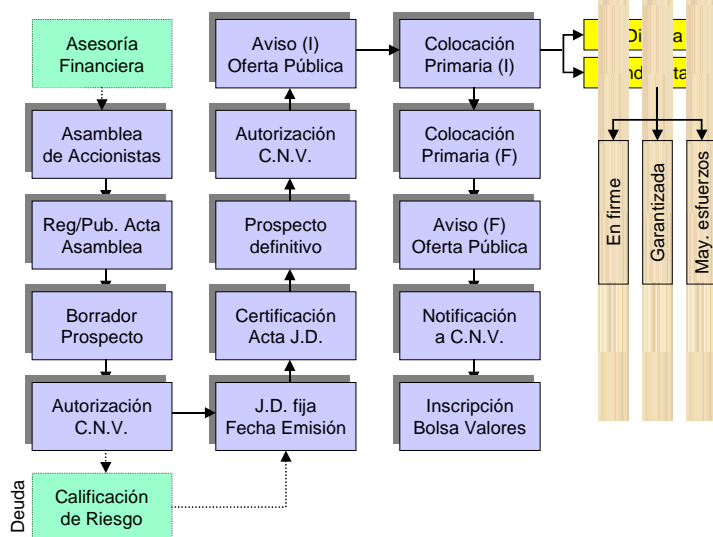
En una forma resumida, los pasos serian los siguientes:

Paso 1: Asesoría Financiera

Se hace necesaria la contratación de una Asesoría Financiera de una firma especializada, con el objeto de evaluar el Flujo de Caja y, en función de lo observado, pueda recomendar cual es instrumento que mejor se adapta a las condiciones y necesidades de la empresa. La firma asesora también debe evaluar el "timing" de la colocación; es decir, aconsejar cual es el momento más oportuno para realizar la oferta pública.

Paso 2 Detectada la necesidad de la emisión de valores y el instrumento que habría de utilizarse, se debe solicitar autorización de los accionistas para llevar a cabo la operación. Esto involucra Convocatoria, celebración de una asamblea donde se determina el tipo de titulo que se ofertará, de acuerdo a las recomendaciones de los asesores financieros.

LA CADENA DEL VALOR



Paso 3: Una vez celebrada la Asamblea, se levanta un acta, la cual se registra ante el correspondiente Registrador Mercantil, procediendo luego a su publicación en un diario del domicilio de la sociedad que pretenda hacer la oferta pública, de acuerdo a los requerimientos legales sobre la materia.

Paso 4: Se elabora, de acuerdo a las normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), el borrador del prospecto. Un prospecto de emisión es un documento en el cual se informan, en forma detallada:

- Instrumentos a emitir (cantidad de títulos, su valor nominal y de colocación, sus características, los derechos que confieren, etc.);
- Información general sobre la sociedad emisora (productos, accionistas, directores, principales productos y mercados, etc.); y
- La información financiera del emisor, soportada por estados financieros certificados por Contadores Públicos registrados en la Comisión Nacional de Valores.

Paso 5: Solicitar y obtener autorización a la CNV. Esta solicitud debe hacerse en formulario general y anexar todos los recaudos allí requeridos. La solicitud no se considerará formalmente presentada cuando la misma no contenga todos los requisitos exigidos por la Ley de Mercado de Capitales (LMC), reglamentos normas y formularios.

Paso 5a: En caso de que la emisión que se pretenda hacer sea de instrumentos de deuda, una vez obtenida la aprobación preliminar de la Comisión Nacional de Valores, se debe mandar a hacer la calificación de riesgo; la cual es hecha por empresas independientes, acreditadas por la CNV para tales fines.

Paso 6: Obtenida la autorización de la CNV, la Junta Directiva del emisor, deberá fijar la fecha de la emisión. Si se trata de títulos de deuda, como se mencionó antes, debe haberse gestionado la calificación de riesgo.

Paso 7: De la reunión de Junta Directiva se levantará un Acta, la cual se requiere sea certificada por un funcionario autorizado.

Paso 8: Elaboración del prospecto definitivo, el cual debe incluir la información requerida por la CNV, algunas de las cuales son: Estados financieros auditados, información histórica y descriptiva del negocio, uso de los fondos, composición accionaria, proyecciones financieras, calificaciones de riesgo (en caso de títulos de deuda), etc. La CNV ha elaborado unas Normas muy amplias sobre esta materia.

Paso 9: Solicitar y obtener la autorización definitiva de la CNV. A este momento, todos los requisitos de este ente deben haber sido satisfechos.

Paso 10: Obtenida la autorización de la CNV, se publica, por lo menos con (5) días de antelación al inicio de la colocación, en un diario de alta circulación nacional y en otro de la localidad donde estuviere domiciliado, un aviso haciendo del conocimiento público las características de la emisión, fecha a partir de la cual se iniciará la respectiva colocación primaria, nombre y datos de los agentes de colocación si los hubiera, y duración de la colocación.

Paso 11: Se inicia la colocación primaria de la emisión de los valores. Esta colocación la podrá realizar directamente el propio ente emisor o, indirectamente, mediante agente o agentes de colocación. En el último caso deberá existir un contrato de colocación el cual podrá ser:

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

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

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

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

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

OTROS MECANISMOS O INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO VIA CAPITAL O PATRIMONIO

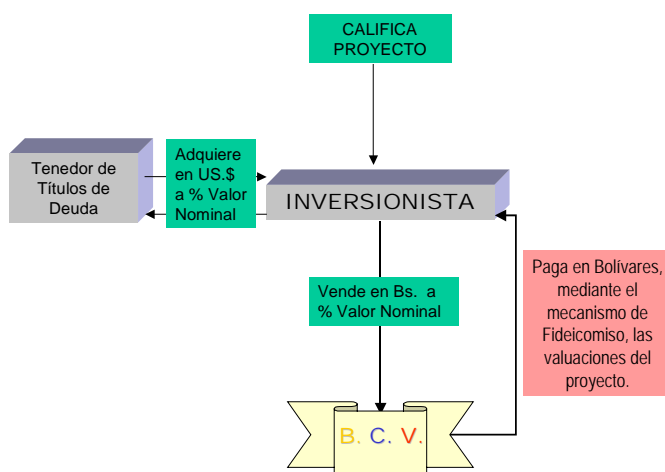
CONVERSIÓN DE DEUDA EN INVERSIÓN

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

EVOLUCION DEL PROGRAMA DE CONVERSIÓN:

Este programa se inicia con el Decreto 1.521 del 14/04/87, donde se establece un marco general para la conversión de deuda por medio de la adjudicación directa de cupos exclusivamente a inversionistas extranjeros. Se permitían las conversiones a Bs. 14,50:\$, en el momento en que la tasa en el mercado libre estaba a Bs. 28:\$ o más. Continúa con el Decreto No. 86, del 15/03/89, donde se contempla la asignación de cupos mediante adjudicación directa o subastas a inversionistas nacionales o extranjeros, reconociendo los títulos a un valor negociado y aplicando el tipo de cambio del mercado libre. Este régimen elimina la falla más grave del programa anterior cuando deja flotar libremente la tasa de cambio, estipula también conversiones por inversionistas venezolanos, y especifica que el descuento aplicable puede ser determinado por subasta pública, y no por funcionarios del gobierno, sentando las bases para un sistema más abierto y dirigido por el mercado. A partir de ahí viene una serie de cambios, cuyo único fin era adaptar la conversión a situaciones específicas, como el caso del no reconocimiento de las cartas de crédito (decreto No. 255 del 31/05/89), megaproyectos (Resoluciones 2401 del Ministerio de Hacienda y 89-08-04 del BCV).

Conversión Deuda Externa en Inversión PROCEDIMIENTO



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

Áreas Prioritarias establecidas por el decreto 1217:

Producción Agrícola y Agroindustrial

Sistema de riego y saneamiento industrial

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

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

Producción o adquisición de bienes y servicios de capital.

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

Investigación y desarrollo tecnológico.

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

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

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

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

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

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

a. Venezuela gana porque:

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

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

c. El poseedor de la deuda venezolana gana porque:

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

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

ADR AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS - ADS AMERICAN DEPOSITARY SHARES

La globalización de la economía mundial, producto de los grandes cambios que en materia de información y comunicaciones se han venido dando en los últimos años, ha creado una demanda financiera por parte de los agentes deficitarios hacia mercados distintos al doméstico o nacional. Uno de los signos evidentes de esta situación lo constituyen los ADR o ADS. Con este tipo de instrumento las empresas amplían su mercado de valores nacional hacia el de Estados Unidos de América, gracias a que este país, mediante su resolución 144A de 19 de Abril de 1990, permite el acceso de emisiones extranjeras a su mercado de valores. No obstante, este mecanismo ha sido utilizado, bajo otras condiciones, por más de 70 años.

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

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

Partes que Intervienen

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

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

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

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

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

Existen dos modalidades de este tipo de instrumento:

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

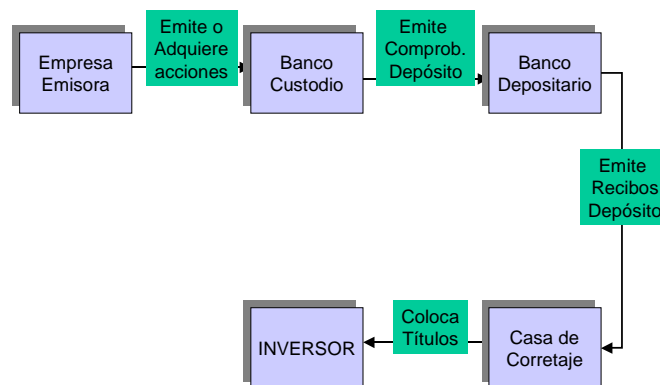
Patrocinados: Surgen por iniciativa y como necesidad de la empresa emisora, por lo que debe asumir el control total del proceso, así como los correspondientes gastos asociados.

Asimismo, dentro de los Patrocinados existen tres niveles:

- Nivel I: Negociado a través de intermediarios financieros (OTC), con requisitos regulatorios mínimos, por lo que son de fácil colocación. El principal propósito del emisor que activa un programa a este primer nivel, es hacerse conocer en el mercado americano.
- Nivel II: Son originalmente negociados en oferta privada, pero posteriormente se pueden transar públicamente hasta en dos bolsas de valores americanas, además del mercado de intermediarios financieros (OTC). Requiere prospecto especial, requisitos regulatorios más complejos, ya que deben ser autorizados por la *Securities and Exchange Commission* (SEC), especie de CNV americana. En este nivel, se logra un mercado secundario amplio para los valores.
- Nivel III: Oferta primaria de carácter público, listado y negociado en cualquier bolsa de valores americana, OTC o NASDAQ. Requiere prospecto y adecuación a las normas contables americanas, requerimientos y regulaciones muy estrictas por parte del SEC y Bolsa de Valore. Este nivel pone a disposición del emisor acceso al mercado de valores más grande del mundo y una posibilidad de ampliación de capital para futuras expansiones.

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

Recibos de Depósito de Acciones PROCEDIMIENTO



GDR GLOBAL DEPOSITARY RECEIPTS - GDS GLOBAL DEPOSITARY SHARES

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

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

VENTAJAS	DESVENTAJAS
Ampliación del mercado de emisión	Pérdida parcial del control sobre los inversionistas
Dan renombre nacional e internacional	Mayor exposición a entes de control
Abre nuevas oportunidades de negocios	Mayor transparencia o exposición al público
Facilita y simplifica las transacciones con acciones	Procesos de emisión y colocación complejos y costosos
Fácil y clara colocación y transacción	Dividendos pagaderos en divisas
Facilitan acceso a los fondos mutuales	
Control sobre las acciones depositadas	
Afecta favorablemente el valor de la empresa	

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

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

PROTECCIÓN LEGAL DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS

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

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

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

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

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

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

Septiembre / 2004

ADR - AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS

El caso SIVENSA – BBO – CII ha puesto sobre el tapete las siglas ADR, y la gente que no está familiarizada con el término se pregunta ¿qué cosa es eso? o, como dijo cierto político venezolano ¿con qué se come eso?. El presente artículo pretende o trata de contestar esas preguntas.

INTRODUCCION:

La globalización de la economía mundial, producto de los grandes cambios que en materia de información y comunicación se han dado en los últimos años, ha hecho que la demanda de recursos financieros por parte de los agentes deficitarios o necesitados de capitales, con mucha frecuencia y suma facilidad, recurran a mercados distintos al doméstico o nacional. Esta tendencia se ha visto favorecida por la participación de la Banca en la atención de esta demanda de capitales al haber ampliado sus servicios hacia la promoción de diversas modalidades y formas, un ámbito que excede al estrictamente crediticio, posibilitando el encuentro entre inversionistas superavitarios y quienes requieren de fondos y recursos como capital de riesgo. En este sentido, se nota una orientación hacia el servicio de "banca de inversión", caracterizado por una relación casi directa entre oferentes y demandantes de capitales, con un menor costo para la parte que requiere el capital si lo comparamos con la tradicional intermediación bancaria, con casi similar liquidez para los inversionistas por la creación de un mercado secundario con intervención de intermediarios (dealers y brokers), mayor rentabilidad para los inversionistas y el usual mayor riesgo en esta clase de inversiones queda disminuido con la transparencia y adecuada información que se suele exigir a los demandantes de capital, entre otras características. De esta forma, la concepción de un banco meramente comercial y cortoplacista está siendo sustituida por la banca múltiple o global; ampliando su actividad de mero intermediario del dinero (de operaciones pasivas y activas) a labores que constituyen una intermediación de servicios, posibilitando que unidades superavitarias y unidades deficitarias puedan encontrarse y tener trato directo; por supuesto sin descuidar su labor tradicional participación en el mercado indirecto del dinero o de intermediación financiera, al captar fondos del público y colocarlos bajo las diferentes modalidades crediticias, generalmente de corto plazo. Así, nuestra legislación posibilita que los bancos universales y bancos de inversión intervengan en este mercado, directamente, prestando asesoría financiera, suscribiendo transitoriamente valores en el mercado primario con o sin garantía de su colocación (underwriting), participando en los procesos de privatización, de conversión de deuda en inversión, de captación de inversiones nacionales y extranjeras; como intermediarios bursátiles o extrabursátiles o como administradores de entidades de inversión colectiva. De igual forma, la nueva Ley del Mercado de Capitales ha fortalecido la participación de otros entes que, sin ser intermediarios financieros bancarios, actúan en el mercado de valores como asesores e intermediarios de inversión.

En el ámbito internacional, uno de los signos evidentes de esta globalización de la economía mundial y mecanismo mediante el cual empresas de economías emergentes pero cortos de recursos financieros puedan lograr proveerse de ellos en otros mercados con capitales que buscan inversiones rentables, lo constituyen los Depositary Receipts o Recibos de Depósito de Acciones; mediante el cual definitivamente se amplía el mercado de capitales nacionales, al lograr incursionar las demandas de capital y ofertas de valores en el mercado foráneo, no solo de los Norteamérica, sino del mundo entero. Estados Unidos de Norte América (USA, a efectos prácticos de este papel) por su parte flexibiliza el acceso de emisiones extranjeras en su mercado de valores, permitiendo mediante su Resolución 144A del 19 de Abril de 1990 el comercio irrestricto, entre inversionistas institucionales calificados de cierta clase de valores, inicialmente emitidos sin observar las rígidas exigencias existentes en ese mercado para las ofertas públicas. Dentro de los instrumentos que posibilitan este ingreso al mercado de valores americano están los ADR y los ADS o títulos representativos de acciones de empresas extranjeras.

Si cotizar un valor en cualquier Bolsa, entre otras ventajas, constituye un gran logro y prestigio para la sociedad emisora, cotizar sus instrumentos de captación de recursos en el mercado internacional es mucho mayor, pero cotizar programas ADR-ADS en Wall Street es sinónimo de máximo prestigio, aún mayor que el logro de emisiones en el mercado europeo (eurobonos, euro commercial papers, etc.)

ORIGENES DE LOS RECIBOS DE DEPOSITO:

Inicialmente, los ADR-ADS se introdujeron en el año 1927, como una reacción a una Ley Británica, que prohibía que las empresas de esa nación registraran sus acciones fuera del territorio, a menos que utilizasen para ello un intermediario o agente de traspaso británico. Bajo esta regulación, si bien las acciones británicas no podían salir físicamente del país, el mercado necesitaba una manera de responder a la creciente demanda de inversionistas norteamericanos por dichas acciones. Esta situación dio origen a los American Depositary Receipts (ADR) o American Depositary Shares (ADS), los cuales, después de muchas modificaciones, adquirieron su perfil actual en 1955, cuando la Securities and Exchange Commission o SEC (equivalente, respetando las distancias, a nuestra Comisión Nacional de Valores), estableció la forma para el registro de todos los programas de recibos de depósitos de acciones, las cuales fueron luego perfeccionadas con la ya mencionada Resolución 144A, con lo cual se abrió el acceso a los inversionistas norteamericanos a casi todos

los mercados de valores del mundo y estimuló el proceso general de inversión que hoy vivimos. Podemos decir, por lo tanto, que estamos frente a un mecanismo practicado en ese mercado desde hace 70 años por lo menos. En el caso de Venezuela, no fue sino hasta principios de la década de los '90 cuando algunas empresas venezolanas comenzaron a emitir ADR-ADS, por considerarlo el mecanismo adecuado para negociar sus acciones en el mercado americano y eventualmente, para transarlas en la Bolsa de Valores de New York. En la actualidad (hasta 1999), las empresas Fondo de Valores Inmobiliarios, Banco Venezolano de Crédito, Cerámica Carabobo, Corimon, Domínguez y Cía., Mantex, Mavesa, Sivensa, Sudamtex, Venprecar, CANTV, Banco Mercantil, Venepal y Manpa negocian ADR-ADS y GDR-GDS en el mercado americano, con pequeños volúmenes de operaciones. A diferencia de ello, sabemos que en el ámbito de Latinoamérica, a 1991 se habían ya colocado US\$5,500,000,000.00 en ADR-ADS, en una lista encabezada por México.

¿QUE ES UN ADR?

La denominación corresponde a una abreviatura conformada por las primeras letras de "American Depositary Receipts", que traducido al castellano sería algo así como "Recibo Depositario Americano", o quizá mejor en una traducción menos literal "Certificado o Recibo Americano de Depósito de Valores en Custodia". En efecto, se trata de un Recibo o Certificado expedido por un Banco americano (llamado Banco Depositario), dejando constancia del depósito de determinados valores emitidos por una sociedad extranjera, sobre la base del depósito físico en custodia que se constituye de dichos valores extranjeros ante un Banco del país de origen de los mismos (Banco Custodio); con la particularidad de que estos Certificados expedidos por el Banco americano, son negociables.

Nótese por tanto, que se trata de un certificado o título destinado a la circulación que, en realidad, representa valores emitidos por empresas extrañas al mercado de USA, lo que nos evidencia la exquisitez jurídica de este mecanismo; y que, en nuestro concepto, hacen de los ADR-ADS valores americanos que representan valores extranjeros; es decir, constituyen valores que representan a otros valores, lo cual les daría un carácter de instrumentos derivados o derivados.

A este punto, es importante señalar que tanto el Código de Comercio Venezolano, como la Ley de Mercado de Capitales dejan a plena libertad de las personas la creación de valores, sin otras limitaciones que las previstas en esas leyes; lo cual es una virtud frente a las de otros países latinoamericanos, en las cuales los valores sólo se pueden crear por ley. Tanto en la legislación italiana como en la doctrina francesa, se admite la libre creación de títulos por los particulares, distinguiendo a los valores en nominados e innominados, identificándose a los primeros cuando son tipificados por una norma legal y, por tanto, no pueden ser objeto de modificaciones en sus requisitos formales esenciales, mientras que los innominados son aquellos creados por libre iniciativa o acuerdo de las partes. Este fue quizás nuestro modelo.

Por otro lado, considerando que los valores son bienes, clasificados dentro de nuestra legislación como muebles, no habría ningún inconveniente que dichos bienes muebles (valores), estén representados por otros valores de segundo nivel, lo que vendrían a ser los ADR-ADS, que constituyen títulos que representan valores que a su vez representan o contienen derechos de participación (acciones) o derechos crediticios (bonos) u otros derechos patrimoniales.

Como quiera que se trata de valores pertenecientes al mercado americano, es evidente que su valor nominal está expresado en moneda de dicho mercado (US\$), por lo que las variaciones de su cotización no sólo dependerán de los factores y hechos directamente vinculados con la empresa emisora, sino del precio de realización en el mercado doméstico o mercado del país de origen del valor representado (que es moneda doméstica), más las eventuales variaciones en más o en menos que pueda tener la moneda americana en dicho mercado, por ser el producto de todo ello el valor de realización final para el inversionista americano.

Las acciones de sociedades extranjeras pueden ser emitidas en USA de tres formas: como acciones ordinarias, en la forma en que se negocian en los mercados domésticos; o como acciones de sociedad extranjera, pero según las exigencias del mercado americano; o como ADR-ADS. Al respecto, cabe precisar que una sociedad organizada según normas de un país extranjero es considerada por la ley norteamericana como emisor privado extranjero, conforme a la rule 405 del Securities Act de 1933 y la rule 3b-A de la Securities Exchange Act de 1934; a menos que la sociedad tenga sin colocar más del 50% de las acciones con derecho a voto, o que directamente o indirectamente por medio de trust esté en manos de residentes norteamericanos y además la mayoría de sus ejecutivos o directores sean ciudadanos norteamericanos o residentes y más del 50% de sus bienes estén ubicados en USA y la administración de sus negocios esté en USA. Si la sociedad extranjera dejare de calificar según estas pautas como tal, se le aplicará la ley norteamericana.

Como se aprecia, el mecanismo de los programas ADR-ADS responde también a la necesidad de solucionar los problemas de los inversionistas norteamericanos, interesados en invertir en acciones extranjeras. Las inversiones a través de ADR-ADS, le permiten las transferencias de sus inversiones a través de registros en el Banco Depositario, liberando al inversionista americano de observar las formalidades exigidas por la legislación del país de la sociedad emisora; así como recibir sus utilidades en USDólares y no en la moneda extranjera o del país al que pertenece el valor invertido; el cumplimiento de sus obligaciones tributarias impuestas en el país extranjero de donde provienen sus utilidades se hace con ayuda del Banco Depositario, quien además le

informa sobre todo hecho de importancia que pueda afectar su inversión, así como de decisiones y acuerdos a ser adoptados por los accionistas de la sociedad extranjera.

La empresa emisora que decida realizar un programa ADR-ADS y lograr así que sus acciones se coticen en las Bolsas de los EE.UU. deberá suscribir un acuerdo con el Banco Depositario, emisor de los ADR-ADS, fijando las relaciones entre ambos, así como los derechos y obligaciones de los tomadores de los ADR-ADS, forma de su emisión, pago de dividendos, procedimiento de voto, condiciones de modificación y término del convenio; así como la comisión de cargo de la sociedad extranjera en favor del Banco Depositario, más los gastos legales.

La emisión y venta de acciones en USA está regulado básicamente por dos leyes; la Security Act de 1933 que regula la oferta pública y la Security Exchange Act de 1934 que regula el mercado secundario accionario que requiere reportes periódicos. La oferta pública de valores, incluidos los ADR-ADS, debe ser registradas en la SEC (Securities and Exchange Commission). Es ilegal vender acciones sin que cuenten con el Registration Statement, salvo que se tenga una autorización especial. Una vez completado en la SEC un Act Registration Statement que contenga un folleto informativo a ser entregado a los posibles inversionistas, puede negociarse la acción, siempre que la SEC haya declarado el Registration Statement como válido, o sea, como información que contiene elementos que hagan posible una adecuada decisión del inversionista.

PARTES QUE INTERVIENEN EN UN PROGRAMA DE ADR-ADS:

Banco Depositario: Aún cuando se trata del Banco que físicamente no se encarga de la guarda o custodia de los valores emitidos por la sociedad extranjera, se le denomina así por ser el Banco que emite o expide los ADR-ADS, colocando estos certificados negociables en el mercado americano y asumiendo responsabilidad frente a los adquirentes y tenedores posteriores sobre la real existencia de los valores extranjeros representados por los ADR-ADS, para cuyo efecto cuenta con la participación de otro Banco extranjero (custodio), que guarda físicamente las acciones que representan los ADR-ADS. El Banco Depositario se encarga, además del registro de los tenedores de los ADR-ADS que hubiere emitido, de proporcionarles las informaciones que los inversionistas o tomadores de los ADR-ADS requieran; para cuyo efecto, según convenios que tiene tanto con el Banco Custodio como con la sociedad emisora de los valores que representan los ADR-ADS, recaba permanentemente información sobre derechos, obligaciones y hechos de importancia vinculados con los valores representados por los ADR-ADS. Al actuar como bancos americanos depositarios, entidades como el Morgan Guaranty Trust, Citibank, Bank of New York, infunden confianza en los inversionistas, gracias a su largo prestigio y experiencia en el mercado de capitales.

En resumen, es el banco extranjero que emite los títulos, e implementa estructura y establece procedimientos de compensación y liquidación, emite y cancela los recibos de depósitos, distribuye los rendimientos (dividendos), comunica las acciones corporativas al mercado, actúa como custodio y agente de traspaso de acciones ordinarias, provee servicios especializados a los corredores e inversionistas, custodia las acciones subyacentes.

Inversionistas: Quienes adquieren los ADR-ADS, son grandes inversionistas norteamericanos o inversionistas institucionales e internacionales, sea en el mercado extrabursátil o inclusive bursátil de USA, en los que se negocian libremente los ADR-ADS, una vez autorizado el programa. Este inversionista tiene así un amplio mercado que le dará liquidez a su inversión, al contar con un mercado secundario sumamente desarrollado y amplio. Alternativamente, el inversionista puede devolver los ADR-ADS adquiridos al "Banco Depositario", para cuyo efecto en caso de no haber un mercado secundario podrá siempre devolverse al mercado doméstico a través de los valores en custodia mantenidos en el país de origen, y con el producto de su venta atender el pago al inversionista que exige la redención en efectivo del ADR-ADS. El inversionista goza de un derecho alternativo; pues puede exigir en su calidad de tenedor de ADR-ADS que, en lugar de que se le pague el dinero respectivo producto de la venta de los valores representados por los ADR-ADS, se le haga entrega de dichos valores extranjeros, pasando así a convertirse en titular directo del derecho representado en el valor representado por los ADR-ADS. Así, dicho inversionista pasará a ser accionista titular y directo de la empresa extranjera, aún cuando ya lo haya sido indirectamente desde que adquirió el ADR-ADS; pues los dividendos o utilidades repartidas por la empresa emisora, en tanto los ADR-ADS permanezcan en su poder, deben serle pagados o entregados en su condición de tenedor del ADR-ADS, obligación que, por lo demás, consta en el mismo ADR-ADS. De este modo, el ADR-ADS constituye para el inversionista americano o internacional, un papel sumamente líquido, cuyo valor se expresa en moneda americana, sea cual fuere la moneda del país de origen del valor representado por el ADR-ADS. Del mismo modo, resulta ser normalmente un papel más rentable por corresponder a valores de países de economía emergente, normalmente con alta rentabilidad; o, por lo menos, de rentabilidad bastante superior a los que reditúa un valor emitido por una sociedad americana. Otra de las ventajas que logra el inversionista es que evita de este modo todos los contratiempos, averiguaciones, estudios y demás dificultades que cualquier inversionista debe enfrentar cuando realiza una inversión en país distinto al suyo. En este caso, es el Banco Depositario, emisor del ADR-ADS, quien se encarga de proporcionarle toda esta información, en el propio país del inversionista, en su idioma; salvando todos los inconvenientes propios de una inversión hecha en país extraño. El Banco Depositario, cuando decide apoyar un programa ADR-ADS, se presume que ha realizado controles, estudios,

análisis y revisiones rigurosos, lo que infunde confianza al inversionista; pues de no lograrse las proyecciones esperadas, difícilmente el mismo Banco Depositario podría colocar sus ADR-ADS referidos a otros valores ante su cartera de clientes inversionistas. Así, estando el Banco Depositario sujeto a las obligaciones que rigen la oferta pública de valores de los EE.UU. de N A y a la obligación de proporcionar información suficiente a los inversionistas que lo requieran, constituye para el inversionista una evidente ventaja. El inversionista tenedor de un Certificado ADR-ADS, puede ejercitar todos los derechos inherentes a los valores representados por dicho Certificado. Así, por ejemplo, en el caso de acciones puede instruir el sentido de su voto, que será ejecutado por el Banco Custodio en el país de ubicación de la sociedad emisora, en oportunidad que se realicen las Asambleas de Accionistas; salvo que el Banco Depositario haya logrado hacer renunciar al inversionista al ejercicio de este derecho, con la finalidad de ejercerlo él y así lograr votos no divergentes por la totalidad de las acciones representadas en los Certificados ADR-ADS emitidos. Según la ley americana, el inversionista en ADR-ADS debe revelar el origen y monto de su inversión, los fines de su adquisición, el monto y porcentajes de los ADR-ADS que mantiene en su poder, así como todos los detalles relacionados con su participación en la adquisición de ADR-ADS. Esto es, debe proporcionar informaciones más allá del simple monto de su inversión.

Sociedad Emisora: La Sociedad Emisora es la empresa ubicada en país distinto a USA, cuyos valores emitidos están representados por los ADR-ADS. Ya hemos señalado que el mero hecho de que los valores emitidos por una sociedad se coticen en alguna Bolsa de su país de origen, constituye un gran prestigio para dicha empresa; además de múltiples ventajas que se logran en favor de los tenedores o inversionistas de dichos valores. Lograr la autorización de un programa ADR-ADS, sin lugar a duda, constituye la máxima aspiración que puede tener cualquier empresa; pues con un programa ADR-ADS, se logra en el ámbito internacional, similar prestigio logrado a través de la Bolsa nacional, ampliando en este caso el mercado para sus emisiones hacia mercados que traspasan las fronteras de su país de origen. Además de beneficiarle ello al posibilitarle ampliar el mercado para sus valores en el ámbito internacional, le hará conocido en el mundo entero y podrá ampliar el mercado para los bienes o servicios que constituye su objeto social. Puede este mecanismo ser utilizado por la sociedad emisora para lograr acceder a fuentes de financiamiento directo en el mercado de capitales extranjero, al proyectar ganancias y reparto de dividendos interesantes para los inversionistas extranjeros, donde usualmente las tasas de interés o el logro de rentas fijas son bastante bajas respecto a los que pueda lograrse en mercados emergentes o distintos al mercado norteamericano. Este mismo hecho constituye un medio para que la sociedad emisora abra un camino de acceso a la inversión extranjera y atraer capital foráneo a su país de origen, lo que simultáneamente lo prestigiará y vinculará con otras empresas en los que los mismos inversionistas puedan tener similares intereses. Quizás una de las más importantes ventajas para la sociedad emisora que logra un programa ADR-ADS es el ingreso al mercado de valores norteamericanos, sin las rígidas exigencias impuesta a las empresas de este país. Así, las ventajas se resumen en que la sociedad logra captar inversionistas institucionales de grandes recursos; accede al financiamiento en el mercado internacional; amplía la liquidez de los valores que emite; logra el prestigio de la empresa en el ámbito internacional; logra presencia de sus productos en el mercado internacional, entre otras ventajas. Con el objeto de establecer el programa la Sociedad emisora recompra sus propias acciones (nivel I y II) o emite nuevas acciones (nivel III), establece los objetivos del programa, escoge la opción que más se adapte a sus necesidades, selecciona el banco depositario y suscribe el convenio, comunica acciones corporativas al custodio y establece programa de relaciones con los posibles inversionistas.

Banco Custodio: Es el Banco o entidad autorizada del país de domicilio de la sociedad emisora, que se encarga y responsabiliza de custodiar físicamente los valores que estarán representados por los ADR-ADS que emita en su representación el Banco Depositario. Según convenio que tenga con el Banco Depositario, este Banco Custodio se encargará de la administración general de los valores representados por los ADR-ADS, sirviendo así de nexo en múltiples aspectos entre la sociedad emisora y el Banco Depositario, sobre cuya base este último asume obligaciones frente a los inversionistas. Las funciones que este Banco Custodio cumplirá, estarán establecidas en el convenio que suscriba con el Banco Depositario. En resumen, el Banco Custodio es el banco local donde se realiza el depósito físico de las acciones para su custodia y además de salvaguardar las acciones subyacentes, colecta los rendimientos o dividendos del emisor, los convierte en US Dólares y los remite al Banco Depositario; retiene los impuestos locales aplicables; concilia la acción subyacente con el Depositario y, muy importante, mantiene al Banco Depositario informado de las acciones, decisiones y movimientos de la Empresa Emisora.

Casa de Corretaje: Son empresas especializadas que se encargan de establecer el vínculo entre el Inversionista y los demás entes involucrados, a objeto de perfeccionar el programa. Como veremos mas adelante, al analizar los tipos de ADR-ADS, juegan un papel importantísimo, por cuanto es a través de ellos que normalmente se efectúa la colocación de los títulos, ya que son ellas las que forman el sindicato de compradores, suscriben la oferta, promueven la negociación en mercado secundario, dinamizan el mercado con respecto al instrumento, proveen información de cotizaciones, ejecutan las negociaciones, atienden preguntas de los inversionistas, suministran informes e información y, en general, vinculan al emisor con los inversionistas.

OFERTA PUBLICA:

La oferta pública la hace normalmente un sindicato de casas de corretaje (underwriters), liderados por un agente, previo convenio entre la sociedad emisora; asumiendo cada underwriter la obligación de colocar los títulos que le corresponda en la emisión; incluyéndose normalmente la obligación de indemnizar al underwriter en caso de haber proporcionado datos errados o fraudulentos que conlleven alguna responsabilidad para éste. Para la oferta pública de valores emitidos por una empresa extranjera mediante un programa ADR-ADS en USA como ya hemos señalado, se requiere el registro de los ADR-ADS en la SEC, de acuerdo a la Ley de 1933 y también de los valores subyacentes, salvo que exista alguna excepción aplicable. De este registro se encarga el Banco Depositario y no la empresa extranjera emisora, usando el Formato F-6 que, en ciertos casos exige sin embargo la firma del gerente general, gerente financiero, contador, directores y representante en los EE.UU., de la sociedad emisora. La oferta pública de ADR-ADS puede ser bajo "programas patrocinados" o "programas no patrocinados". Los primeros se hacen según convenio con el Banco Depositario y podrían permitir, según el nivel, su cotización en la Bolsa americana. En el segundo caso, la emisión de ADR-ADS se hace sin que exista acuerdo con el emisor, siempre que éste cuente con una exoneración de los requisitos de información que impone la Ley de 1934, de acuerdo a la Regla 12g3-2(b) de la SEC.

TIPOS DE ADR-ADS Y NIVELES DE EMISION:

Existen, como se mencionó en el párrafo anterior, dos (2) modalidades de este tipo de instrumento:

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

Patrocinados: surgen por iniciativa y como una necesidad de la empresa emisora, por lo que debe asumir el control total del proceso, así como los correspondientes gastos asociados. Esta modalidad puede ser de tres (3) tipos o niveles de negociación pública y un cuarto nivel de negociación privada:

Programas de Nivel I: Son los programas en los que el emisor está liberado de proporcionar información exigida por la Ley de 1934. No requiere de declaraciones detalladas ni información sobre el emisor, por lo que aún tratándose de valores cotizados en la Bolsa del país de su origen, no lo son en el mercado de valores de los USA; limitándose su negociación pública entre QIB (qualified institutional buyer), a través del Mercado Over the Counter (OTC). El principal propósito del emisor que activa un programa a este primer nivel, es hacerse conocer en el mercado americano. Incrementando la base de los posibles accionistas – inversionistas, incrementa la liquidez del mercado para sus acciones, y obteniendo o logrando confianza del mercado de valores americano puede usarlo de base para futuros programas de formación de capital. Aun cuando teóricamente no es posible captar nuevos recursos a través de él, si es posible lograrlo usando terceras personas (empresas relacionadas), que adquieran la emisión original y posteriormente monten el programa. Para el inversionista representa un conocimiento rápido de acciones corporativas, eliminando costos de custodia, ampliando la base de inversiones e incrementando la liquidez de las mismas.

Programas de Nivel II: A diferencia del anterior nivel, bajo programas de este segundo nivel, los ADR-ADS se cotizan públicamente hasta en dos (2) bolsas de valores americanas (usualmente en NYSE y AMEX), además del mercado OTC (NASDAQ), sin previa oferta pública (oferta primaria de carácter privado). Este nivel tiene requisitos regulatorios más complejos, ya que requieren de un prospecto especial y el emisor está obligado a proporcionar la información exigida por la Ley de 1934, cumpliendo además para los fines de su registro las normas legales que rigen el mercado bursátil norteamericano, solicitando tal registro ante la SEC utilizando el formulario 20F, que comprende la obligación de proporcionar información patrimonial, contable y financiera, bajo los principios contables norteamericanos. En este nivel, se logra un mercado secundario amplio para los valores, ya que por tener una negociación más activa que el nivel I, crea un mercado más amplio de eventuales accionistas – inversionistas, expande la base existente de accionistas y adecua y flexibiliza la estructura de capital. Para el inversionista presenta mayor información sobre el emisor, genera mayor confianza, obtiene una ampliación de base de inversión, incrementa la liquidez y obtiene la garantía de cotizaciones e información financiera de carácter público. En el caso venezolano, solamente Corimon, CANTV y Mavesa están en este nivel y por ende cotizan en la Bolsa de New York.

Programas de Nivel III: Se diferencia del anterior Nivel II, en que en este caso, si se hace una oferta pública con el propósito de captar nuevos recursos; para lo cual se hace uso de underwriters norteamericanos, además del Banco Depositario. Para ese efecto, es obvio que debe tratarse de un programa ADR-ADS patrocinado; es decir, que exista previo acuerdo entre el emisor (interesado en la captación de recursos) y el Banco Depositario, más los suscriptores en mercado primario de los valores de nueva emisión que se deseen colocar. Por esta razón, se requiere de la previa elaboración del Prospecto de colocación, con toda la información exigida por la forma F-1. En resumen, oferta primaria de carácter público, listado y negociado en cualquier bolsa de valores americana y OTC – NASDAQ, requiere prospecto y adecuación a las normas contables americanas, requerimientos y regulaciones muy estrictas por parte del SEC y bolsas de valores, pero con un mercadeo activo por parte del emisor e intermediarios. Esto pone a disposición del emisor

mayor claridad y acceso al mercado americano, acceso al mercado de valores más grande del mundo y una posibilidad de ampliación de capital para futuras expansiones. Para los inversionistas, este nivel les brinda mayor información sobre el emisor, comodidad y seguridad de su inversión, registro y vigilancia por la SEC y conciliación con principios de contabilidad americanos.

Programas Nivel IV (según Regla 144A): Son ADR-ADS que en forma similar a los del nivel III buscan captar nuevos recursos para el emisor; pero mediante la colocación en oferta privada y libre de los requisitos de registro que impone la Ley de 1933. Ello tiene ventajas y desventajas, como la facilidad en su colocación ante contados inversionistas y en menor tiempo y costo de colocación; pero con limitaciones que ello conlleva en el mercado secundario y a los inversionistas mismos que, a este nivel, deben ser sólo QIB. No tienen un mercado secundario abierto.

GLOBAL DEPOSITARY RECEIPTS (GDR) o GLOBAL DEPOSITARY SHARES (GDS):

Al igual que los ADR-ADS, son certificados negociables, representativos de la titularidad de acciones ordinarias de una compañía extranjera, ubicada fuera del mercado local del inversionista (cualquier país del mundo). Se negocian públicamente en cualquier mercado fuera de los USA. Requieren menor información que ADR-ADS. Significan una alternativa, primero para que las empresas puedan ampliar el mercado de sus instrumentos, y segundo para que los inversionistas internacionales puedan comprar directamente acciones. Teóricamente, se pueden emitir en cualquier moneda, diferente a la del emisor. Pueden ser listados y negociados en NYSE y AMEX, OTC - NASDAQ y cualquier otra bolsa de valores del mundo, que no sea americana.

Para los emisores representan una importante alternativa para la obtención de capital, una posibilidad de ofertas globales (varias monedas - varios países), una ampliación de la base de accionistas al lograr un desarrollo de amplios mercados financieros y de amplios programas de relaciones. A los inversionistas le son atractivos porque tienen una negociación y liquidación de operaciones de manera eficiente, con facilidad para cobro de rendimientos, costos de custodia muy bajos, ampliación de base de inversión e incremento de la liquidez y cotizaciones e información financiera de carácter público.

LOS RECIBOS DE DEPOSITO EN LA LEGISLACION VENEZOLANA:

En Venezuela estos instrumentos se rigen por la Ley de Mercado de Capitales y son controlados por la Comisión Nacional de Valores (CNV). El 20 de Noviembre de 1991, la CNV publicó, en la Gaceta Oficial No. 34.845, las "Normas relativas a la oferta pública de acciones, obligaciones u otros valores emitidos por empresas constituidas en Venezuela, que sirvan de base para la emisión de valores emitidos por un tercero en el exterior para su colocación en el territorio nacional o en el exterior". Entre otras cosas, esta norma establece que los valores deben ser previamente autorizados por la Comisión Nacional de Valores e inscritos en el Registro Nacional de Valores. Asimismo, obliga a suministrar una declaración jurada donde se obligan a cumplir con todos los requisitos de país donde se vaya a hacer la emisión o la oferta y además, suministrar, inicialmente el borrador y posteriormente el definitivo, del convenio a ser suscrito con el banco depositario y de éste con el banco custodio. En su informe anual, la CNV declara: "Estas normas establecen la regulación de instrumentos financieros, Recibos de depósitos americanos y los Recibos globales de depósitos (ADR y GDR) a través de los cuales las empresas venezolanas pueden financiarse en moneda extranjera, tanto en el mercado interno como externo. Además los citados instrumentos de financiamiento propios de los países foráneos están regulados básicamente por una serie de normas, reglamentos y formularios por la entidad gubernamental que regula el mercado de capitales en aquellos países."

De igual forma, el 20 de Abril de 1992, en Gaceta Oficial No. 34.946, dio a conocer el "Reglamento Especial de la Bolsa de Valores de Caracas, C. A., para Inscripción, Cotización y Negociación de Títulos Valores denominados Depósitos Globales de Acciones (GDS) y Depósitos Americanos de Acciones (ADS)".

INOCENCIO SÁNCHEZ

inosanchez@cantv.net

MBA / Contador Público

Profesor Área de Estudios de Postgrado

Universidad de Carabobo

Octubre/2000

Bibliografía:

Castellares Aguilar, Rolando – Agosto/1994 – ADR AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS - publicado en:

<http://www.asesor.com.pe/teleley/129i.htm>

Comisión Nacional de Valores – INFORME ANUAL – 1991 y 1992

Grasso Vecchio, José – RADIOGRAFIA DE LOS ADR – El Nacional – 15/11/98 – Página E-2

Sánchez B., Inocencio – RECIBOS DE DEPOSITO DE ACCIONES – Diciembre/1996 – No publicado

Sandoval, Werther – PARA QUE SIRVEN LOS ADR'S O GDR'S - El Nacional – 14/6/92 – Página D-10