

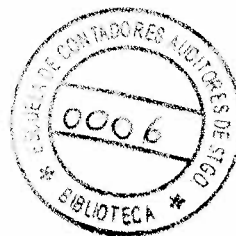
SCA
C223
2010 / *



Escuela de Contadores Auditores de Santiago
Instituto Profesional



Trabajo correspondiente a la 2º fase
Seminario de Titulación



Seminario N° 58
Semestre otoño 2010

Profesor Guía:
Fernando Rivas H.

Integrantes:
Evelyn Caniullan H.
Daniela Carrasco S.
Nataly Norambuena R.
Claudia Oñate M.

MAC 4

Santiago, 26 de julio de 2010



Índice

| | |
|--|----|
| AGRADECIMIENTOS | 3 |
| PRÓLOGO | 4 |
| INTRODUCCIÓN | 5 |
| ASPECTOS CONCEPTUALES | 8 |
| ♦ DEUDA | 8 |
| ♦ WARRANTS: | 8 |
| ♦ OPCIONES | 9 |
| ♦ ACCIONES | 10 |
| ♦ BONO | 11 |
| BONOS CONVERTIBLES | 15 |
| ♦ HISTORIA DEL BONO CONVERTIBLE | 15 |
| ♦ OBJETIVOS | 16 |
| ♦ CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS CONVERTIBLES | 17 |
| ♦ MOTIVACIONES PARA LA EMISIÓN DE BONOS CONVERTIBLES | 20 |
| ♦ LAS RAZONES FUNDAMENTALES DEL POR QUÉ EMITIR BONOS CONVERTIBLES | 22 |
| ♦ ESTRUCTURA DE LOS BONOS | 28 |
| ♦ RIESGOS DE BONO Y DE BONOS CONVERTIBLES | 31 |
| ♦ ARBITRAJE DE LOS BONOS CONVERTIBLES | 36 |
| ♦ MARCO LEGAL | 38 |
| ♦ VALOR DEL BONO CONVERTIBLE | 39 |
| ♦ ARITMÉTICA BÁSICA | 41 |
| ♦ ARITMÉTICA DE LA DECISIÓN | 43 |
| ♦ CASO PRÁCTICO | 44 |
| ♦ VENTAJAS AL EMITIR OBLIGACIONES CONVERTIBLES | 49 |
| ♦ DESVENTAJAS AL EMITIR OBLIGACIONES CONVERTIBLES | 50 |
| EXPERIENCIA REAL EN EMISIÓN DE BONOS CONVERTIBLES | 52 |
| ♦ EXPERIENCIA EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO | 52 |
| ♦ EXPERIENCIA EN EL MERCADO DE VALORES EXTRANJERO | 57 |
| CONCLUSIONES | 62 |
| BIBLIOGRAFÍA | 64 |
| FORMALIZACIÓN TRABAJO "BONOS CONVERTIBLES" | 66 |



Agradecimientos

Al mirar hacia atrás y ver todo el camino recorrido nos hemos dado cuenta de que son muchos los momentos vividos que nos han servido para crecer como persona.

Primero queremos agradecer a Dios por toda la fuerza que nos ha dado en este desafío y a lo largo de nuestras vidas. También, a nuestros amigos y sus padres, quienes a lo largo de estos años nos han recibido en sus hogares con cariño como si fueran nuestros propios padres. Por la paciencia que tuvimos para aguantarnos durante estos años.

Cuando comenzamos esta etapa del seminario, tuvimos la fortuna de conocer a una persona de excelente voluntad, dispuesto siempre a traspasar sus conocimientos, nuestro guía, el profesor Fernando Rivas, muchas gracias por su generosidad.

Evelyn, agradecer a las personas más importantes en mi vida "Mi Familia" que han estado en todo este proceso y me han prestado de su ayuda para salir adelante. Mamita y Papito ustedes han sido mis pilares en todo este camino, gracias por ese amor y apoyo incondicional. Los Amo. Miga tu también estuviste ahí para brindarme esas palabras de aliento, no sabes cuánto me ayudaron

Daniela, quiero dedicar este logro profesional a las personas que han sido mi pilar fundamental: a mis padres: Héctor y Flor, que día a día me han dado palabras de aliento y un amor incondicional; a mis hermanas, Andrea y Javiera, que me han brindado su cariño y paciencia; a mi pololo Ricardo por toda su comprensión y amor.

Nataly, en forma personal quisiera agradecer a mis padres, Francisco y Rosa, que han sido un pilar fundamental en mi vida y me han dado las bases para ser la persona que soy, a mis hermanos por todo su apoyo y comprensión y para finalizar a Pablo por su amor y apoyo incondicional.

Claudia, a mis padres Patricio y María han sido un pilar fundamental en cada momento de mi vida, les debo lo que soy ahora. A mi hermano por su amor incondicional. A Horacio, por su cariño y amor, por estar a mi lado siempre. A Claudia, Verónica y Juan Antonio, personas que han transmitido sus experiencias y han brindado apoyo en este caminar.

Gracias a todas las personas que interfirieron en este proceso y que pusieron un grano de arena en nuestro desarrollo profesional, pero por sobre todo profesional.



Prólogo

"Quizá no hay otra área en finanzas corporativas que confunda más a quienes la practican en el mundo real, que la de los motivos para la emisión de deuda convertibles..."¹

En esta frase podemos describir en pocas palabras lo que significa la teoría de los bonos convertibles, uno de los autores más destacados de las finanzas corporativas nos da indicios del por qué de este instrumento y además el cuándo usar cada uno de sus elementos. Los componentes de los bonos convertibles son los que confunden a los financistas al momento de elegir la deuda convertible como una opción de financiamiento en el mundo real.

Nosotros hemos hecho nuestra esta afirmación, lo complicado que pueda llegar a ser entender el funcionamiento de los bonos convertibles significa un reto para cualquier estudiante de las finanzas corporativas, el tener un tenaz tema de la teoría financiera nos plantea un gran desafío, el que estamos dispuestos a asumir para explicar al lector lo viable que puede significar tomar Bonos Convertibles como forma de financiamiento.

Durante la lectura de la primera parte de este trabajo usted podrá conocer algo más sobre tipos de deuda que existen en el mercado, para luego centrarse en el bono convertible y sus principales características, terminaremos mostrando la realidad chilena e internacional respecto a este tema.

Esperamos que disfrute de la lectura de este interesante tema que hemos preparado trabajo de título y esperamos le sea de mucha utilidad.

¹ Ross – Westerfield – Jaffe "Finanzas Corporativas" séptima edición. página 709.



Introducción

Desde que se conoce el concepto de empresa se sabe que para que existan éstas, es necesario tener recursos. Normalmente cuando se crean las empresas, son los propietarios los que aportan el capital para comenzar, pero a medida que la organización va creciendo debe conseguir de alguna manera más financiamiento, es aquí donde utiliza el concepto de deuda.

La mayoría de las empresas en el mundo actual utilizan deuda para realizar sus proyectos de crecimiento, esto ha provocado que el mercado de valores tenga un gran crecimiento en las últimas décadas. Es por esto que las finanzas han tenido una real importancia en la empresa, ya que su principal objetivo es incrementar su valor, a través de incrementar el valor de mercado de las acciones comunes.

Existen en el mercado una gran diversidad de instrumentos que se utilizan como medio de financiamiento, en el desarrollo de nuestra investigación conoceremos algunos de estos instrumentos, centrándonos principalmente en los Bonos Convertibles.

Nuestro trabajo se divide en tres partes fundamentales. En la primera sección podrá conocer la definición de algunos de los instrumentos de financiamiento más utilizados, el objetivo de esta unidad es tener un conocimiento general del tema y de los términos profesionales más usados, que le ayudarán al lector a comprender de mejor manera el tema central de nuestra investigación.

En la segunda parte nos enfocaremos en los Bonos Convertibles, que son la médula de nuestra investigación. Esta etapa le servirá para conocer específicamente el complicado mundo de la deuda convertible. Podrá descubrir la estructura, los requisitos de su emisión, los elementos que interviene en el bono convertible, sus ventajas y descubrirá cuando este tipo de financiamiento se convierte en la mejor opción de financiamiento para emprender los nuevos proyectos de una sociedad o corporación.

Por último, en la tercera etapa mostraremos la experiencia en Chile y de una empresa Española cuyos fondos se aplicaron en nuestro país, y como han experimentado diferentes empresas el financiamiento con deuda convertible, cuales han sido las ventajas y desventajas que tuvieron estas sociedades, podrán revisar el momento histórico del país y



en que circunstancias de la empresa se decidió por esta opción. Para estos fines investigamos la empresa AES Gener S.A., quien realizó una emisión de bonos convertibles importante en el medio chileno, además mostraremos la emisión de bonos de una empresa del mercado Europeo con presencia en Chile.

Los invitamos a descubrir a través de esta investigación el interesante mundo de los Bonos Convertibles, esperamos que después de leer este trabajo comprenda más la teoría y se impregnen de la experiencia que ha tenido el mercado de valores en Chile y en España.

Esperamos que esta información los ayude a descubrir un instrumento que puede ser de gran utilidad para el financiamiento a largo plazo, sea visto como posibilidad de crecimiento en la empresa tanto para el emisor y el tenedor de la opción, impulsando así el auge de este instrumento poco explorado por la realidad chilena.



El objetivo de este capítulo es definir términos financieros que nos ayudarán a comprender de mejor manera el desarrollo de la investigación.



Aspectos Conceptuales

Para comenzar nuestra investigación es importante situarnos en el mercado en el que están insertos los Bonos Convertibles. Por lo antes mencionado comenzaremos nuestra exposición definiendo algunos de los conceptos que son más relevantes para que el lector tenga una idea clara de cómo funcionan los diferentes tipos de herramientas y a través de estas definiciones técnicas proveer un conocimiento adicional.

Es fundamental señalar que las definiciones presentadas, han sido descritas por destacados autores de la literatura financiera, dejando más claro así cada una de ellas.

◆ Deuda

Según lo describe Ross, Westerfiel y Jaffe deuda, es un convenio de préstamo que representa un pasivo de la empresa. La obligación de rembolsar una cantidad específica en un momento determinado.

- **Deuda a corto plazo**, obligación que tiene un vencimiento de un año o menos a partir de la fecha en la cual fue emitida. También se conoce como deuda no consolidada.
- **Deuda a largo plazo**, obligación que tiene un vencimiento de más de un año a partir de la fecha en la cual fue emitida. También se la conoce como deuda consolidada.
- **Deuda subordinada**, deuda cuyos tenedores tienen derecho sobre los activos de la empresa sólo después de que los derechos de los acreedores de nivel senior han sido satisfechos.

◆ Warrants:

Para Berk y Demarzo corresponde a opción emitida por la misma compañía sobre acciones nuevas, cuando un tenedor de una garantía la ejerce y con ello compra acciones, la empresa entrega las nuevas acciones emitidas.



Ross, Westerfiel y Jaffe nos dice que el warrants es el valor que le proporciona a su tenedor el derecho, no la obligación, de comprar acciones de capital común directamente a una compañía a un precio fijo y durante un periodo determinado.

◆ Opciones

Derecho, no la obligación, de comprar o vender activos fundamentales a un precio fijo durante un periodo específico, esto es lo que nos indica Ross, Westerfiel y Jaffe, en su libro Finanzas Corporativas, séptima edición.

Berk y Demarzo, nos dan la definición de algunos tipos de opción.

- **Opción real**, Derecho a tomar una decisión particular de negocios, como una inversión de capital. Una distinción clave entre opciones reales, y las financieras (definida anteriormente como opción general por Ross, Westerfiel y Jaffe), es que es frecuente que las primeras y los activos en que se basan no se comercialicen en mercados competitivos.
- **Opción de compra**, opción financiera que da a su propietario el derecho, pero no la obligación de comprar un activo a un precio estipulado dentro de un periodo específico.
- **Opción de venta**, opción financiera que da a su dueño el derecho, pero no la obligación de vender un activo en un precio fijo en una fecha determinada. Existen de dos tipos, americana y europea, la primera se puede ejercer en cualquier fecha anterior o hasta la fecha de vencimiento, inclusive. La segunda sólo puede ser ejercida en la fecha de vencimiento de la opción.



◆ Acciones

Son instrumentos que equivalen a la propiedad de una empresa. Cada papel o acciones tiene un valor nominal que multiplicado por la cantidad de acciones representan el capital total de la empresa.

Existen diferentes tipos de acciones:

- **Acciones comunes**, derecho de capital contable poseídos por los “propietarios residuales” de una empresa, quienes son los últimos en recibir cualquier distribución de utilidades o de activos.
- **Acciones preferentes**, tipo de acción que proporciona a sus tenedores cierta prioridad sobre los accionistas comunes para el pago de dividendos. Generalmente, la tasa de dividendos se fija en el momento de la emisión.
- **Acciones preferentes convertibles**, acciones preferentes que da al propietario la opción de convertirlas en acciones comunes en una fecha futura y a un precio determinado.
- **Acciones primarias, acciones de primera emisión** que emite una compañía en una oferta de capital accionario.
- **Acciones secundarias**, aquellas que venden accionistas existentes durante una oferta de valores y que se transan usualmente en un mercado secundario.
- **Dilución**, es el incremento en el número total de acciones que dividirá una cantidad fija de ganancia: ocurre con frecuencia cuando se ejercen opciones sobre acciones o se convierten Bonos Convertibles

Todas las definiciones antes mencionadas provienen de textos de uso frecuente en clases.



◆ Bono

Corresponde a un título o certificado de deuda emitido por un Estado, un gobierno, una empresa o un banco, el cual puede ser de renta fija o variable, es decir, es una promesa de pago futura documentada en un papel donde se señala el monto, plazo, moneda y secuencia de pagos, en el cual una persona ya sea, natural o jurídica al comprar un bono esta prestando su dinero al emisor y en retorno a eso, éste promete pagarle intereses durante la vida del bono para que el capital sea reinvertido a una tasa de mercado cuando llegue a la maduración o vencimiento. Cabe mencionar que cuando nos referimos a deuda de largo plazo este tipo de instrumentos es uno de los más usados en el mercado con fines de financiamiento.²

Existen diferentes tipos de bonos, ente los cuales podemos mencionar:

- **Bono cupón cero**, bono que implica un solo pago al vencimiento.
- **Bono cupón**, bonos que hacen pagos de cupones por cierta cantidad de interés en forma regular hasta su vencimiento, cuando también se paga el valor nominal o valor carátula.
- **Bono pagadero al tenedor**, se parece al dinero en efectivo en el sentido de que quien tenga físicamente el certificado del bono es su dueño. Para recibir un cupón de pago, el tenedor del bono pagadero debe brindar una prueba explícita de su propiedad por medio de, literalmente, recortar un cupón del certificado del bono y remitirlo al agente que lo paga.
- **Bono de alto rendimiento**, aquellos por debajo del grado de inversión que se negocian con un rendimiento alto al vencimiento a fin de compensar a los inversionistas por su gran riesgo de incumplimiento.
- **Bono de grado de inversión**, aquellos dentro de las cuatro primeras categorías de calificación del crédito con bajo riesgo de incumplimiento.

² Las definiciones entregadas hacen referencia "Finanzas Corporativas" de Jonathan Berk y Meter Demarzo, primera edición, año 2008 y el texto "Finanzas Corporativas" de Ross, Westerfield y Jaffe, séptima edición año 2005.



- **Bono basura, bono chatarra,** bono dentro de alguna de las cinco categorías más bajas de la calificación del crédito (grado de inversión) y que por ello tienen un alto riesgo de fracaso.
- **Bonos domésticos, bonos locales,** bonos emitidos por una entidad local y comercializados en un mercado local, pero comprados por extranjeros. Se denominan en la moneda del país emisor.
- **Bonos globales,** aquellos que se ofrecen en venta de manera simultánea en varios mercados. A diferencia de los Eurobonos, los globales se ofrecen a la venta en la moneda del país en que se emiten.
- **Bonos extranjeros,** bonos que emiten una compañía extranjera en un mercado local y que se destinan a los inversionistas de éste. También se emiten en moneda local. En Estados Unidos se los llama bonos Yanquis, en Japón bonos Samurai, en el Reino Unido se denominan Bulldogs.
- **Bonos hipotecarios,** tipo de deuda corporativa con garantía. Los bienes raíces se usan como colateral sobre los que los accionistas pueden hacer una reclamación directa en caso de quiebra.
- **Bonos respaldados con activos,** tipo de deuda corporativa asegurada. Activos específicos que se definen como garantía de que los tenedores de los bonos tendrán un reclamo directo sobre ellos en caso de quiebra. Los bonos son respaldados por activos que tengan un alto valor económico en el mercado.
- **Bonos respaldados por ingresos,** bonos municipales que un gobierno local o estatal emite y da en garantía de pago con cargo a las utilidades generadas por proyectos específicos.
- **Bonos subordinados,** tipo de deuda corporativa no asegurada. Es común que las obligaciones tengan madurez más extensa (superior de diez años) que las notas.



- **Bonos convertibles**, bonos corporativos con una provisión que da a su tenedor la opción de convertir cada bono en un número fijo de acciones del paquete común.

Ahora que tenemos un conjunto de conceptos de algunos de los diferentes instrumentos que existen en el mercado para ser individualizados como fuente de financiamiento, podemos dar paso a la investigación en el conocimiento profundo de los Bonos Convertibles.



El objetivo de este capítulo es exponer la teoría relacionada con el instrumento de financiamiento en estudio denominada Bono Convertible.



Bonos Convertibles

En esta etapa nos centraremos en profundidad en los Bonos Convertibles, en ella conoceremos parte de su historia, principales características, su estructura, riesgos asociados, elementos que la afectan, en resumen, conocerán como funciona el bono, obtendrán de esta etapa la teoría necesaria para comenzar a pensar en este instrumento como una opción de financiamiento.

◆ **Historia del Bono Convertible**

Los Bonos convertibles nacen por una creciente necesidad de las empresas y los gobiernos por obtener recursos para llevar a cabo sus proyectos de inversión y sus actividades operacionales. La emisión de acciones conlleva un costo mayor, además usualmente baja el precio de la acción después de su emisión y cumplen mejor la provisión de fondos en este aspecto de la empresa, por las dos razones anteriormente expuestas, los bonos son más económicos.

Desde la década de los ochenta a la fecha, el mercado de valores ha experimentado un desarrollo considerable, las empresas se están atreviendo a operar en mercados internacionales. Esto se puede reflejar a través del tiempo, ya que en los últimos diez años el mercado de convertibles se ha incrementado. La capitalización de mercado de estos instrumentos ha crecido desde 65.000 millones de dólares en 1990 hasta los 245.000 millones a finales de diciembre de 2009 en Estados Unidos.

La emisión de bonos convertibles fue regulada legalmente por primera vez en Francia en el año 1953. En Argentina fueron incorporados en 1971 por la ley 19.060, al autorizarse a las Sociedades Anónimas a emitir bonos convertibles en acciones. La ley 18.045 en Chile publicada el 22 de octubre de 1981 establece la normativa actual para este y otros tipos de instrumentos, más adelante detallaremos en profundidad la regulación chilena con respecto a los bonos.

Las empresas están confiando, cada vez más, en esta forma de financiamiento en relación a la emisión de deuda clásica o la ampliación de capital en bolsa. Los inversores apuestan



por estos activos, como un instrumento sofisticado y flexible que les permita adecuarse a las situaciones cambiantes en los mercados financieros.

En Chile los Bonos Convertibles no han sido muy explorados, sólo tres empresas en el mercado nacional han emitido este tipo de instrumentos, lo hizo CTC el año 1993, el año 1994 lo hizo la Clínica las Condes S.A. y el año 1998 realizó una emisión la empresa Gener S.A.

◆ **Objetivos**

El propósito del Bono Convertible es emplearlo como una fuente de financiamiento diferida en acciones comunes. Es decir, se pueden obtener recursos para una empresa, emitiendo bonos de títulos convertibles o certificado por medio del cual se comprometen a entregarle acciones comunes a un valor determinado, el que tiene asociado un costo financiero y se compromete a pagar en una fecha cierta. Esto quiere decir que quien compra el bono presta sus recursos financieros a quien emite el bono y, posteriormente, el comprador del bono recibe acciones comunes además de unos intereses como retribución por no haber podido utilizar su dinero durante cierto tiempo.



◆ **Características de los Bonos Convertibles**

A continuación señalaremos los aspectos fundamentales que se relacionan con este instrumento financiero

• **Principales Características**

Los valores convertibles, generalmente, se utilizan como un medio de financiamiento diferido a través de acciones comunes, aunque técnicamente estos valores representan acciones preferentes o deuda. Las empresas emiten estos documentos siempre pensando que en el futuro serán convertidos. La razón para llevar a cabo esta operación radica en que al vender un valor convertible en lugar de acciones comunes, las utilidades por acción se diluyen menos, esto porque el precio de conversión de un valor convertible es mayor que el precio que se genera al realizar una nueva emisión de acciones comunes.

Cuando los prestamistas evalúan las condiciones financieras de los emisores de documentos convertibles consideran la deuda subordinada convertible o las acciones preferentes convertibles como parte de la base del capital. Esto producto que las emisiones de los bonos están subordinadas a otros acreedores y también a otros bonos principales. Este escenario presenta una ventaja para el comprador, pues finalmente se traducirá en capital de la empresa, por ende será dueño común de ésta. En otras palabras, podemos indicar que el bono convertible es un título de valor combinado que mezclará la separación natural entre el bono y las acciones.

También, las acciones preferentes de carácter convertible frecuentemente pueden convertirse en acciones comunes. Cabe mencionar, que una acción preferente convertible es casi lo mismo que un Bono Convertible, su diferencia radica en que la fecha de vencimiento de esta acción preferente convertible es de periodos más extensos en el tiempo.

Existen otros tipos de opciones empleadas para el financiamiento de una empresa, entre ellas encontramos los Warrants. Éstos instrumentos son convertibles, pero se diferencian de un Bono Convertible fundamentalmente porque el instrumento convertible no puede separarse en distintos títulos de valor.



Además, tenemos como una opción de financiamiento a los Bonos Canjeable, estos instrumentos son convertibles, pero se diferencian de un Bono Convertible en que las acciones comunes que intervienen en esta operación son las de otra corporación y no de la empresa emisora. Suelen ocurrir sólo cuando el emisor es dueño de acciones comunes en una segunda corporación.

El Bono Convertible ofrece una serie de beneficios para el emisor, entre los más relevantes podemos mencionar que ofrece un interés inferior a la deuda directa, y, como ya habíamos mencionado anteriormente, ofrece una menor dilución de las utilidades que el financiamiento a través de capital.

En relación a los costos de intermediación que se generan entre los efectos de la información asociada a una oferta directa de capital y los posibles costos de precaución financiera ante la emisión de una deuda, los Bonos Convertibles juegan un papel importante para la compañía que enfrenta incertidumbres porque los tenedores de deuda directa se preocupan por la expropiación de la riqueza a favor de los tenedores de capital y el Bono Convertible constituye una solución a esta problemática puesto que permite a los prestamistas tener una participación potencial sobre el capital.

Otra característica importante del bono u obligación convertible es que la opción de conversión es decisión del titular del activo y no de la sociedad emisora, de forma que sólo será ejercida si el titular lo desea.

Desde el punto de vista del emisor, los bonos convertibles han sido usados como el instrumento financiero que sustituye los aumentos de capital, puesto que ofrece algunas ventajas con respecto a la emisión de la deuda ordinaria. Entre ellas tenemos que el emisor ofrece generalmente un tipo de interés menor al de la deuda frente a terceros, pero no hay que olvidar que tener menos intereses implica un menor escudo fiscal.

Desde el punto de vista del inversor, la adquisición de bonos convertibles combina la seguridad de la inversión en renta fija con el potencial de revalorización del precio de la acción.

Los valores convertibles incluyen, casi sin excepción, un precio de retiro o de compra. Como sucede en el caso de los bonos directos o las acciones preferentes, esta



característica permite que la corporación compre el valor para su retiro. Sin embargo, pocos valores llegan a retirarse. Más bien, el propósito de la compra es forzar la conversión cuando el valor de conversión del documento está por encima de su precio de retiro. La empresa puede crear situaciones para forzar la conversión, con esto le cierra todas las salidas al acreedor.



◆ **Motivaciones para la emisión de Bonos Convertibles**

Los motivos para la emisión de deuda convertible tienden a confundir a los emisores de estos instrumentos financieros, para clasificar esta situación realizaremos algunas comparaciones.

• **Deuda Convertible contra Deuda Directa**

La deuda convertible paga una tasa de interés inferior a la que paga una deuda directa. Es decir: si la tasa de interés de una deuda directa es 12%, la tasa de interés sobre la deuda convertible podría ser de 11%. Al ser deuda convertible, los inversionistas aceptarán una tasa de interés más baja debido a que la conversión conlleva una ganancial potencial.

Al comparar estos dos tipos de deuda, si la empresa decide emitir los bonos convertibles para saber si esta decisión le beneficia o le perjudica debe evaluar dos situaciones:

- Que el precio de la acción suba luego de la conversión.
- Que el precio de la acción caiga luego de la conversión o no suba lo suficiente para justificar la conversión.

En un mercado eficiente es imposible predecir el futuro precio de la acción, por lo tanto, no se puede decir que los convertibles sean emitidos más frecuentemente que la deuda directa o dependan de ella.

• **Deuda Convertible contra Acciones Comunes**

Cuando las empresas comparan la deuda convertible con las acciones comunes y luego de analizarla toman la decisión de emitir Bonos Convertibles deben evaluar las mismas situaciones que se presentan entre la comparación de la deuda directa y la convertible.



En comparación con el capital o recursos propios, la empresa genera más riquezas al haber emitido deuda convertible si la acción subyacente va bien posteriormente. La empresa genera menos riquezas con la emisión de deuda convertible si la acción subyacente no va bien posteriormente

Al igual que la comparación anterior, en el mercado eficiente no se puede predecir el futuro precio de la acción, por ello, no podemos argumentar que la emisión de un convertible es mejor o peor que la emisión de capital.

Lo dicho anteriormente, queda claro en el siguiente cuadro:

| | Si la empresa se ve mal posteriormente | Si la empresa prospera posteriormente |
|--|--|--|
| Bonos Convertibles | No hay conversión debido al bajo precio de la acción. | Hay conversión debido al alto precio de la acción. |
| Comparados con Bonos Simples | La financiación que proporcionan los Bonos Convertibles es barata porque la tasa de cupón es más baja. | La financiación que proporcionan los Bonos Convertibles es cara porque al convertir los bonos se diluye el capital existente. |
| Comparados con Acciones Comunes | La financiación que proporcionan los Bonos Convertibles es cara porque la empresa pudo haber emitido acciones comunes a precios altos. | La financiación que proporcionan los Bonos Convertibles es barata porque cuando se convierten los bonos la empresa emite acciones a precios altos. |



♦ **Las razones fundamentales del por qué emitir Bonos Convertibles**

Diferentes estudios indican que las empresas que emiten bonos convertibles son diferentes a las otras empresas.

Algunas de las diferencias principales son:

- Las empresas que emiten convertibles, poseen por los bonos simples calificaciones más bajas que las otras empresas.
- Las pequeñas empresas con altos índices de crecimiento y mayor apalancamiento financiero tienden a usar a menudo como instrumentos financieros los bonos convertibles.
- Los convertibles casi siempre son subordinados y sin garantía.

Las empresas que usan este tipo de financiamiento entregan algunos fundamentos del porqué emitir estos instrumentos, entre estas razones tenemos:

- **Acoplamiento de los flujos de caja**

Cuando la financiación resulta de alto costo para una empresa, tiene lógica emitir títulos cuyos flujos de caja se ajustan a los de la empresa. Es posible que una empresa nueva, con riesgo y con la idea de crecer, prefiera emitir convertibles o bonos con warrants, porque ello le permitirá disminuir el costo inicial de sus intereses. Cuando la empresa prospera, los convertibles (o warrants) se convertirán. Si bien esto provoca una dilución costosa, ésta ocurre cuando la empresa está mejor preparada para enfrentar dicho gasto, es decir empresas en constante crecimiento y miras a ser más grande.



- **Sinergia del Riesgo**

Otro de los argumentos para la emisión de Bonos Convertibles y bonos con warrants, es que son útiles cuando resulta muy costoso valorar el riesgo de la compañía emisora. Por ejemplo: supongamos que existe una empresa que está evaluando el lanzamiento de un nuevo producto al mercado, pero resulta que este producto tiene asociada dos consecuencias: la primera tiene que ver con un beneficio para la agricultura en cuanto a su producción y la segunda es que puede tener efectos nocivos para los seres humanos que lo manipulen, estas consecuencias hacen que la evaluación sea compleja porque no es fácil determinar el riesgo de la compañía, el cual puede ser considerable pero también razonable.

Cuando se está seguro de que el riesgo de la compañía es alto, se asigna a los bonos un rendimiento alto; por el contrario, si el riesgo es bajo se asigna a los bonos un rendimiento bajo.

De alguna forma, se toman los Bonos Convertibles y los bonos con warrants como medio de protección contra los errores en la valoración de riesgo. Los bonos convertibles y los bonos con warrants tienen dos componentes: bonos directos y opciones de compra sobre la acción subyacente de la compañía.

Esto dos componentes proponen que si el riesgo de la compañía es bajo, el componente del bono tendrá un valor alto y el valor de la opción de compra será bajo. Sin embargo, si resulta que el riesgo de la compañía es alto, el componente del bono directo tendrá un valor bajo y la opción de compra tendrá un valor alto. De todas formas se gana.

- **Costos de Agencia**

Los Bonos Convertibles pueden resolver los problemas de agencia que se relacionan con la recaudación de dinero. Los tenedores de acciones comunes tienen incentivos suficientes para adoptar proyectos con un alto nivel de riesgo, estos proyectos y un VPN negativo transfieren riqueza de los tenedores de bonos a los accionistas.

Si estos conflictos no son resueltos, la compañía puede verse obligada a dejar pasar algunas oportunidades de inversión redituables. Sin embargo, debido a que los Bonos



Convertibles cuentan con un componente de capital, la emisión de deuda convertible hace posible que la expropiación de riqueza sea menor que con la deuda directa. En otras palabras, los Bonos Convertibles mitigan los costos de agencia. Una de sus implicaciones es que en el mundo real los contratos de deuda de los bonos convertibles son menos restrictivos que los bonos simples. La evidencia empírica casual parece confirmada.

- **Capital Presupuestado**

Una conocida teoría de los convertibles, los concibe como capital no presupuestado. La historia básica es que las pequeñas empresas de reciente formación y nivel de crecimiento alto, usualmente no pueden emitir deuda en términos razonables, debido a los altos costos de la preocupación financiera. No obstante, es posible que los propietarios no estén dispuestos a emitir capital si el precio corriente de las acciones es demasiado bajo. Emitir capital le otorga pocos fondos a la empresa con acciones de bajo precio, en cambio el bono convertible es una demanda potencial sobre las acciones y eso eleva el valor y genera mayores ingresos.



◆ Elementos que la afectan al Bono Convertible

Desde una perspectiva general, cada emisión de bonos tiene ciertas y particulares condiciones que son detalladas en el momento de dicha emisión, estas condiciones van a estar dadas por las características propias que tenga ésta, por tanto incluirá el valor nominal del bono, su tasa de interés, el período de pago de estos intereses y su fecha de vencimiento, entre otros.

El valor nominal corresponde al principal o al capital que será pagado por el prestamista al emisor del bono, tiene una gran importancia al ser éste la base para calcular el pago de los intereses. Ya que para calcular estos es necesario multiplicar el valor del capital por la tasa de interés, el resultado será la ganancia para el tomador del bono. El valor nominal más el interés dividido por el período de duración del bono nos indicara las cuotas a cancelar. Además el valor nominal representa el valor global que será pagado al prestamista del bono a la fecha de su vencimiento.

Con respecto a la **tasa de interés** ya mencionamos sobre que base se calcula, pero además se puede agregar que ésta es la que le da dinamismo al bono, proporcionándole vida de acuerdo a las diferentes tasas que se le asignan, pudiendo ser fijas o variables, a esta última se le puede agregar un índice, como por ejemplo en la tasa DTF o LIBOR. La tasa de interés en los bonos generalmente es llamada cupón.

Al vender un bono es igual a la tasa de interés del mercado no modificará su valor nominal, generará un descuento si la tasa del cupón es menor a la tasa de mercado y si es mayor significa que se compra con una prima.

Existe una importante relación entre la tasa de interés y el precio del bono ya que éste último va a estar dado por una serie de variables que incluyen la tasa interés mencionada, además de la oferta y demanda, calidad del crédito, tiempo de maduración e impuestos. El precio de los bonos tras su emisión va a ser muy parecido al que salió a la venta, vendiéndolo en el mercado primario. Cuando se venda en el mercado secundario el comportamiento del precio es contrario a la tasa de interés, es decir, si el precio sube la tasa baja y si el precio baja la tasa sube. Mientras mayor sea la volatilidad de las futuras tasas de interés mayor será el valor de la opción de retiro para los tenedores de capital y mayor la pérdida de valor para los tenedores de deuda. Si se anticipa esta volatilidad de las tasas de interés en el momento del préstamo, los acreedores demandarán una mayor tasa de interés para compensarse por el riesgo del retiro.



En este punto nos detendremos un poco, ya que esta tasa de interés va a influir mucho más de lo pensado al momento de escoger invertir en bonos comunes o bonos convertibles. Si se decide emitir bonos a una cierta tasa de interés, es posible que se pueda disminuir ésta si se emitieran bonos convertibles, porque el inversionista podrá aceptar esta tasa más baja al esperar obtener un beneficio mayor con la esperanza de convertir sus bonos en acciones de la empresa en el momento que termine el plazo de maduración de dicho bono.

Los aspectos más importantes que explican el cambio en el precio de los bonos están, dados por cambios en las tasas requeridas de rendimiento causado por un cambio en la calidad del riesgo de crédito del emisor del bono o cambios en los rendimientos ofrecidos por bonos comparables. En el momento de la compra del bono se incluyen descuentos, que disminuyen su valor nominal, o una prima, que lo aumenta, en estos casos para el cálculo de intereses no se consideran estos montos que modifican dicho valor, es decir no se utiliza el precio de compra si no que se utiliza solamente el valor nominal, por lo tanto al acercarse al vencimiento el precio se modificará hasta alcanzar el valor par.

De acuerdo a lo anterior, describiremos estos aspectos que son de suma importancia para explicar los cambios en el precio de los bonos.

Existen impuestos y/o tasas tributarias que son aplicables a los bonos convertibles en el momento de valorar el rendimiento de las emisiones de renta fija, por esto los inversores deberán tener en cuenta los diferentes tratamientos fiscales que puedan llevar incorporadas. Algunos bonos presentan más ventajas tributarias que otros, algunos pseen los intereses libres de impuestos y otros no.

La liquidez que se presenta ante la posibilidad que tiene el inversionista de los bonos de venderlos lo más rápidamente posible sin tener que aceptar una importante rebaja del precio de éstos. Por lo común, mientras mayor sea la liquidez de un bono, menor será su rendimiento, manteniéndose las demás variables constantes. Además, que una emisión sea más líquida va a depender de cuan grande sea, ya que esto permite que se reparta entre más inversores facilitando la liquidez de la emisión

En cuanto a la calidad del crédito, podemos mencionar que es el grado de inversión que tienen los bonos y la calificación que se le otorga a la inversión.



Con respecto a las calificaciones, éstas reflejan el riesgo de incumplimiento por la probabilidad de que el emisor no sea capaz de pagar lo acordado y en el momento que se le solicite, pueden ir desde AAA, que es la más alta, hasta la BBB que es la más baja, determinando la calidad del emisor.³

El plazo de un bono o maduración, también afecta el precio de éste, ya que si aumenta, para una misma tasa de rendimiento anual, significaría inevitablemente un precio del bono menor, si en este caso, se quisiera mantener el precio del bono invariable y aumentar el plazo, se debería bajar la tasa de interés. El caso de movimiento del precio de un bono, para una misma tasa, es al revés que el plazo. En otras palabras, el movimiento del precio de un bono se comporta de manera inversa a la tasa y al plazo, de acuerdo a su comportamiento el impacto de una misma tasa anual se potencia por la simple acumulación de años, como por ejemplo, duplica en dos años, triplica en tres años y así sucesivamente. Dicho lo anterior, podemos notar que la sensibilidad del precio del bono frente a cambios en la tasa es creciente a medida que aumenta el plazo del bono, es decir, sensibilidad y plazo tienen una relación directa entre sí.

De acuerdo a cambios en rendimiento ofrecido existen distintas tasas que van a modificar el precio de los bonos, entre estas tenemos:

Tasa Yield, corresponde a la tasa de retorno obtenida y que se basa en el precio pagado y el pago de intereses recibidos. Existen dos tipos de estas tasas, Current Yield, que es el rendimiento ordinario y Yield to Maturity, rendimiento al vencimiento.

El rendimiento ordinario o corriente, corresponde al flujo del dinero en intereses percibido por un inversor sobre el capital pagado por el bono, obteniéndose de dividir el pago de los intereses del bono y el precio de compra.

El rendimiento al vencimiento, nos muestra aquella tasa de interés que iguala el valor presente de los flujos de efectivo del bono con su precio, son flujos que se asume se obtendrían si el inversionista mantiene el bono hasta su maduración. Para su correcto cálculo se debe tener claro los flujos recibidos durante toda la vida del bono

³ Las clasificadoras de riesgo más importantes en Chile son: ISR Clasificadoras de Riesgo y Feller Rate Clasificadora de Riesgo. En el ámbito internacional tenemos: Standar And Poor, Moody's, Investor Service y Fitch-Ibca.



El precio de la acción va a influir en el Bono Convertible después de emitido, ya que en el caso que el precio de la acción suba la financiación que fue generada sería barata dado que cuando se conviertan los bonos la empresa emitirá acciones más altas, es decir, la empresa generará mas riqueza si su activo subyacente va bien posteriormente. Por otro lado, si el precio de las acciones baja con posterioridad a la emisión de bonos convertibles, generará menos riqueza si su activo subyacente va mal, la financiación que proporcionó esta sería cara porque la empresa habría podido emitir acciones a precios más altos. Como en un mercado eficiente no se puede predecir el precio futuro de la acción, no tenemos las herramientas para argumentar si es más conveniente la emisión de un valor convertible que la emisión de capital.

◆ **Estructura de los Bonos**

A continuación daremos a conocer como se componen las estructuras de los bonos

- **Estructura del Bono Simple**

En relación a la estructura de este tipo de bonos, podemos señalar que es de fácil emisión, entre sus características principales tenemos:

- Obedece a un título de deuda de renta fija y variable
- Ofrece el pago del capital principal junto con los intereses a una fecha determinada.
- Pueden ser emitidos por una institución pública o privada.
- Su objetivo es obtener fondos directamente de los mercados financieros.
- Poseen riesgos asociados, donde los más relevantes son el riesgo de mercado y el riesgo de crédito.



- **Estructura del Bono Convertible**

La estructura de un bono un bono convertible es un tanto compleja y está dada por:

- Instrumento de renta fija que promete un pago principal a su madurez, donde el valor del bono en esta etapa se denomina "Condición Inicial".
- Puede ser canjeado por acciones de la institución que lo emitió.
- Se encuentra subordinado a otras deudas.
- De acuerdo a la valoración moderna se basa en el modelo de opciones Black Scholes.
- Se ven afectados, en gran parte, por la misma fuente de riesgo de los valores de los activos. Esto le permite formar un portafolio libre de riesgo.
- A su fecha de emisión el Bono Convertible posee parámetros que merecen análisis. Estos parámetros inciden en la sensibilidad del bono:
 - Tasa cupón del bono
 - Cupón del bono preferente
 - Dividendos
 - Volatilidad de activos
 - Eventual condición de quiebra de la emisora del convertible
 - Precio del rescate
 - Precio de conversión
 - Términos o políticas de conversión.



- **Estructura de una Opción Disponible**

Una opción es un contrato que otorga a su propietario el derecho a comprar o vender una acción por un precio fijo en, o antes de, una fecha determinada. Cuanto mayor es la variabilidad del activo subyacente, más valiosa será la opción.

Una opción es más riesgosa que la acción subyacente, pero para determinar cuan riesgosa es, los autores Black y Scholes señalaron que la estrategia de pedir prestado para financiar una compra de acciones duplica el riesgo de una acción de compra. El modelo Black-Scholes combina una opción de compra con una acción, y el resultado de esto elimina todo el riesgo.

Otro modelo es el Método Binomial, el cual representa una alternativa que en ciertas ocasiones se aproximan a la valuación de opciones disponibles.

Al revisar las estructura de cada uno de estos valores, podemos concluir que el valor del bono simple más el valor de la opción adquieren un mayor valor a medida que exista incertidumbre. Es valiosa una opción cuando hay incertidumbre sobre el precio de la acción.



◆ **Riesgos de Bono y de Bonos Convertibles**

De acuerdo a Ross, el riesgo financiero es aquel riesgo adicional que corren los accionistas de la empresa cuando ésta se financia con deudas as como con fondos de capital contable.

Todo instrumento financiero tiene asociado una serie de factores de riesgo que pueden afectar el flujo final de la inversión en un bono, entre los principales riesgos cabe señalar:

- **Riesgo Default**

Está relacionado con el riesgo de incumplimiento del emisor, es la posible pérdida que asume el suscriptor de los instrumentos financieros como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones contractuales del emisor.

- **Riesgo Moneda**

También se denomina riesgo cambiario y se refiere al riesgo de recibir los pagos de amortización y renta en la moneda pactada el tipo de cambio que afecte la rentabilidad de la inversión. Esta moneda es diferente a la cual utiliza como base para sus operaciones habituales.

Al invertir en bonos, podemos hacerlo en Chile y en el extranjero, por lo tanto si se escoge hacerlo fuera del país invertirá en una moneda distinta a la nacional, incorporando un riesgo por la variación producida por los tipos de cambio.

- **Riesgo de Liquidez**

También denominado riesgo de que las posibilidades de vender el bono (o transferir a un tercero los derechos sobre la amortización y renta del bono antes de su vencimiento) sean limitadas. Aunque los títulos estén admitidos a cotización la liquidez no está garantizada.



- **Riesgo de Inflación**

Este riesgo se refiere a que la inflación erosione el rendimiento final de inversión. La tasa de inflación afecta los precios.

Este riesgo se va a producir por las variaciones en el poder adquisitivo de los flujos, como su nombre lo indica, se produce por efectos de la inflación afectando los valores reales de la inversión.

- **Riesgo de Reinversión**

Es el riesgo de variación de la tasa de interés a la cual podremos reinvertir el dinero que cobremos por renta o por amortización durante la vigencia del bono.

El riesgo por reinversión, se da por invertir en bonos con un plazo de vida corto, con lo que tienen que invertir cada vez que se acabe dicho plazo, pudiendo ser a tasas diferentes por lo que sus flujos de caja cambiarán a medida que transcurra el tiempo, existiendo la posibilidad de afectar el rendimiento de las inversiones hechas con un mismo capital

Analizando algunas emisiones de bonos convertibles en el mercado mundial, hemos logrado detectar la existencia de riesgos específicos que afectan a la conversión. Es importante indicar algunos para tratar de definir el escenario al que pueden exponerse los Bonos Convertibles como instrumento financiero.

Entre estos riesgos tenemos:

- **Riesgo de no Percibir el Pago**

Puede existir el caso en el que el tenedor de los bonos no reciba el pago por los instrumentos en las fechas estipuladas para estos efectos. Ciertas instituciones bancarias emisoras no liberan los pagos hasta que se cumplan algunas condiciones, por ejemplo:



- a) Que exista Beneficio Distribuible suficiente.
- b) Que no existan limitaciones impuestas por la normativa bancaria sobre recursos propios.
- c) Que al evaluar la capacidad de liquidez y solvencia de la entidad emisora, se estime el No Pago del bono.

De las condiciones mencionadas, la letra a) y b) son obligatorias para liberar el pago de estos instrumentos.

Atendiendo al carácter subordinado tenemos entre ellos a los valores, obligaciones necesariamente convertibles y las obligaciones del garante bajo la garantía.

- **Riesgo en el Orden de Prioridad de los Bonos**

Cuando se hayan emitido los valores necesariamente convertibles, estos se situarán en el siguiente orden de prioridades:

- a) Por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados del emisor, así como también de los tenedores de participaciones preferentes y/o acciones preferentes y/o valores equiparables que el emisor haya emitido.
- b) Por delante de las acciones ordinarias del emisor.
- c) En el mismo orden de prioridad que las otras emisiones de obligaciones, bonos u otros valores convertibles equiparables a los bonos que pueda emitir la entidad emisora en forma directa o a través de una filial.



- **Riesgo de Precio Mínimo de Conversión**

Sabemos que el precio mínimo de un bono convertible es el mayor entre su valor de conversión y su valor como un bono corporativo sin opción de conversión.

El riesgo que se nos presenta en esta situación es la eventual pérdida que se pueda generar al comparar el precio mínimo ofrecido por el emisor y el precio mínimo real que resulta del mayor valor de los dos elementos mencionados en el párrafo anterior.

Debemos indicar que los riesgos señalados se presentan de acuerdo a las condiciones que se negocien en los contratos de emisión de Bonos Convertibles.

- **Riesgo de Mercado**

En el caso de cotizar el precio puede variar según las condiciones del mercado. También estarán variando los precios de las acciones por las que se convertirán que pueden llegar a estar muy por debajo de los precios pactados en la emisión.

Como parte de nuestra investigación, hemos indagado sobre el Bono Convertible en los mercados financieros del extranjero.

En España, en septiembre del 2007, el Banco Santander emitió valores convertibles con cláusulas de obligatoriedad para los tenedores de los bonos. En este escenario advertimos la existencia de riesgos específicos que afectan este instrumento:



- **Riesgo de Conversión Obligatoria al Primer Año o Riesgo de Conversión en Acciones**

Este riesgo afecta la emisión de bonos subordinados obligatoriamente convertibles, puesto que lleva asociada una serie de opciones de conversión a favor del emisor. En este caso, cualquier inversor puede ver amortizada la totalidad o parte de sus bonos si el emisor decide, a partir del primer año, la amortización antes de la finalización del periodo.

El emisor podrá abrir periodos de conversión anticipada a su sola discreción. Estos periodos de conversión podrán ser voluntarios u obligatorios, según quiera el emisor y también por la totalidad o parcialidad del valor.

En el caso de ser una conversión obligatoria por la totalidad de la emisión, la conversión también será obligatoria para el suscriptor. Si la conversión es por la parcialidad de la emisión, puede darse por obligatoria para el suscriptor, aunque éste no haya manifestado su voluntad de conversión.

- **Riesgo de Conversión Anticipada**

La conversión anticipada es de exclusiva decisión del emisor, en este caso el suscriptor no tiene opción de conversión, no puede solicitar conversión de los bonos si la entidad emisora no ha autorizado la apertura un periodo de conversión. Por este motivo, el suscriptor de los bonos no conoce con exactitud que periodos de conversión se van a producir en el futuro.

Suponiendo que el contrato estipula pagos anuales, después de transcurrido el primer año desde la emisión del instrumento, y habiendo efectuado el pago del valor convertible, la entidad emisora podrá abrir un periodo de conversión total o parcial.

Es importante señalar que estos riesgos existentes en los mercados extranjeros y pueden ocurrir en Chile, pero con una probabilidad bajísima.



◆ Arbitraje de los Bonos Convertibles

El arbitraje es la práctica de tomar ventaja de una diferencia de precio entre dos o más mercados obteniendo una utilidad por la diferencia de precios de mercados. Por este medio, es posible obtener utilidad inmediata libre de riesgo.

Para llevar a cabo esta modalidad, existen condiciones de las que al menos una debe cumplirse, entre estas tenemos:

- No se transa un mismo activo, al mismo precio en diferentes mercados.
- Dos activos que producen el mismo flujo de efectivo no se transan al mismo precio.
- Un activo con un precio conocido en el futuro no se transa hoy a su precio futuro descontado a la tasa de interés libre de riesgo.

Para evitar la exposición al riesgo del mercado, las transacciones deben ocurrir simultáneamente, algunas veces, esto puede ser posible con instrumentos financieros que puedan transarse en forma electrónica. Sin embargo, es difícil cerrar dos o más transacciones en el mismo instante, existe probabilidad de que cuando se cierre una parte del trato, un veloz cambio en los precios provoque cerrar la otra parte sin percibir utilidad por el arbitraje.

Existe también un riesgo cuando los instrumentos que son comprados y vendidos no son iguales y el arbitraje es conducido bajo el supuesto de que los precios son predecibles y correlacionados.

Como resultado del arbitraje, el precio de los instrumentos financieros tienden a converger en todos los mercados, la eficiencia de estos mercados dicta la velocidad con la que convergen estos precios. El arbitraje tiende a reducir la discriminación de precios, pues motiva a las personas a comprar un producto donde el precio es bajo y revenderlo donde es más alto. El arbitraje mueve las monedas de los países hacia la paridad del poder de compra.



Debido a la estructura y complejidad de un bono convertible, habitualmente los árbitros usan modelos cuantitativos para identificar bonos que cuyo precio es menor a su valor real.

El arbitraje de los bonos convertibles consiste en comprar un Bono Convertible y cubrir dos o tres de los factores principales a los que es sensible el precio del bono:

- Tasa de interés
- Precio de la acción
- "Spread" de crédito (cobertura o protección de crédito)

con el fin de lograr una exposición al tercer factor con un precio atractivo.

Por ejemplo, un árbitro podría primero comprar un Bono Convertible, luego vender instrumentos de renta fija o futuros de tasas de interés y comprar protección de crédito. Eventualmente, el resultado es similar a la opción de compra de la acción del Bono Convertible, adquirida a un precio muy bajo. Luego se puede obtener utilidad al vender algunas de las opciones que se transan más caras en el mercado.



◆ Marco Legal

Una parte importante que no hemos mencionado hasta el momento es el marco legal, el cual presentaremos a continuación, correspondiendo éste a las normativas generales y tributarias relacionadas con la emisión de bonos simples y convertibles que le son aplicables en Chile.

La ley 18.045 que lleva como título "Ley de Mercado de Valores", señala que la Superintendencia de Valores y Seguros es la responsable de vigilar el correcto cumplimiento de las disposiciones de su ley, y sancionar si fuere necesario, sobre oferta pública de valores y sus respectivos mercados e intermediarios (Artículo 1º), debemos destacar que en este artículo se menciona sobre "los emisores de oferta pública y los mercados e intermediarios secundarios de dichos valores dentro y fuera de las bolsas", y en su Título XXV, artículo 198, se explica que es la "oferta pública", incluyendo los valores negociables entre ésta.

Dentro de los valores que se les hace mención en el artículo 3º, están los bonos, dejando explícitamente que esta ley le es aplicable, además de los requisitos y características, que se deben cumplir para su emisión. Dentro de las más importantes podemos encontrar que no se puede crear un bono sin que éste y su emisor estén inscritos en el Registro de Valores, el emisor deberá realizar una escritura pública que contendrá todas las características y modalidades de la emisión, la designación de un administrador extraordinario de los fondos a recaudarse y de un encargado de la custodia, en su caso, y la determinación de los derechos y obligaciones del emisor, del administrador extraordinario, del encargado de la custodia, de los tenedores de bonos y de su representante.

Relacionado con el beneficio tributario, encontramos que los bonos se acogen a uno dispuesto en el Artículo 104 de la Ley de la Renta, conforme con el Decreto Supremo N° 1.220, de 2009, del Ministerio de Hacienda.

Además de la ley anteriormente mencionada encontramos un beneficio tributario que permite no gravar ni declarar los impuestos de la "Ley de la Renta", el mayor valor obtenido por la enajenación de acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil, debiendo ser realizada en una bolsa de valores chilena o extranjera, autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros, o pudiendo por un proceso de oferta pública de acuerdo a la Ley 18.045 y en otros tipos de enajenación. Este beneficio



corresponde al Artículo 18 ter de la Ley de la Renta, y dentro de los tipos de enajenación que puede haber señala: "mayor valor obtenido... con ocasión del canje de Bonos Convertibles en acciones considerándose en este caso como precio de adquisición de las acciones el precio asignado al ejercicio de la opción...", que es el tema que nos atañe.

Existe un beneficio tributario para Extranjeros que adquieran Bonos emitidos por el Banco Central de Chile, el Estado o por empresas constituidas dentro del país, realizada en bolsa o de acuerdo al Título XXV de la ley N° 18.045 o mediante algún otro sistema autorizado por la Superintendencia de Valores y Seguros, está incluido en la Ley de la Renta en su artículo 18 bis, donde exime de sus impuestos a dichos bonos. El beneficio se podrá utilizar siempre y cuando se cumplan con determinados requisitos que se detallan en la ley. Dentro de estos requisitos podemos encontrar que el inversionista debe estar constituido en el extranjero y no estar domiciliado en Chile, Acreditar su calidad de inversionista institucional extranjero, entre otros.

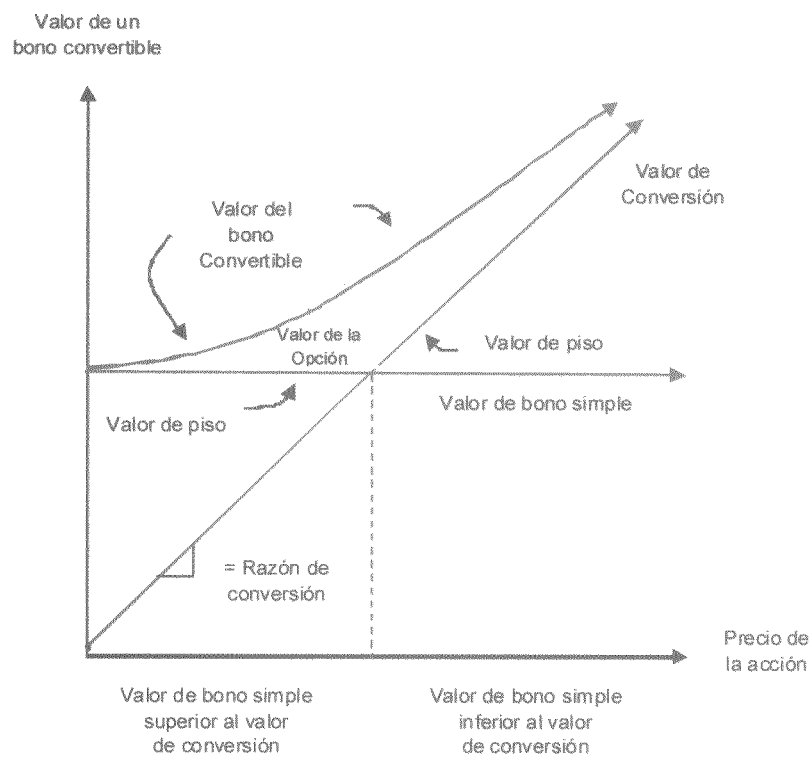
♦ **Valor del Bono Convertible**

Como ya sabemos un Bono Convertible se compone de la combinación de un bono simple, el valor de conversión y una opción de compra, por lo tanto, estos dos van a ser un factor importante que influirá en su valuación.

El valor del bono simple corresponde al monto al cual se venderían los bonos si no pudiesen convertirse, en algún momento, en acciones comunes de la empresa. En tanto, el valor de conversión es el monto por el cual se venderían los bonos si se intercambiaran de inmediato en acciones comunes, calculándolo, multiplicando el número de acciones comunes que se recibirán al convertir el bono, por el precio de las acciones comunes. Éstos van a ser la base mínima de valuación de un Bono Convertible, es decir que no se podrá vender por debajo del valor de un bono simple y del valor de conversión del mismo. Debido a esta relación es que, generalmente, el valor del bono convertible es mayor que el valor de conversión y bono simple, puesto que el inversionista no necesita convertir los bonos inmediatamente y puede esperar a que en algún momento estos valores sean mayores que el precio del bono y en ese momento ejercer su opción. Bajo estos supuestos el valor de un Bono Convertible será igual a: el máximo entre (el valor de la deuda y el valor de conversión) más la opción. (se muestra en la ilustración 1).



Ilustración 1:
Valor de un
bono convertible
contra el valor
de la acción
para una tasa
de interés
determinada



Como se muestra, el valor de un bono convertible es la suma de su valor de piso y el valor de su opción.

Si perjuicio de lo anterior, la influencia más significativa sobre el valor de los bonos convertibles esta dada por su valor subyacente como deuda directa cuando el valor de la empresa es bajo, por el contrario cuando el valor de la empresa es alto la influencia mayor se va a dar por el valor de conversión que ésta tenga.



◆ Aritmética Básica

Para llevar a números la teoría presentada les mostraremos la aritmética básica de la operatoria para determinar el valor de los Bonos Convertibles.

Como mencionamos anteriormente, el valor del Bono Convertible tiene tres componentes, estos son el valor del bono simple, valor de conversión y valor de la opción, les mostraremos aritméticamente y a través de simples ejemplos como se calculan⁴:

- Valor del bono simple

$$\sum_{t=1}^t \frac{c}{(1+i)^t} + \frac{V}{(1+i)^{t+n}}$$

Donde:

c: cupón

t: tiempo

i: interés

V: valor nominal

Supongamos que los bonos simples a largo plazo emitidos por Oceandoor hubiesen calificado como A, y que a los bonos calificados –A se les hubiese asignado un rendimiento del 4% al 1º de noviembre de 2003. El valor del bono simple de los bonos convertible de Oceandoor puede determinarse descontando el pago semestral de cupón de \$33,75 y el monto del principal al 4%. (la formula supone que los cupones se pagan anualmente).

$$\begin{aligned} \text{Bono Simple} &= \sum_1^{37} \frac{\$33,75}{1,04^t} + \frac{\$1.000}{(1,04)^{37}} \\ &= \$33,75 \times A_{0,04}^{37} + \frac{\$1.000}{(1,04)^{37}} \end{aligned}$$

⁴ Ejemplo extraído de texto "Finanzas Corporativas" de Ross, -Westerfield y Jaffe. Séptima edición año 2005.



$$= \$646,06 + \$234,3$$

$$= \$880,36$$

- Valor de conversión

Nº de acciones comunes que se recibirán al convertir el bono por precio corriente de las acciones comunes.

Siguiendo con nuestro ejemplo, el 1 de noviembre de 2003, cada Bono Bonvertible de Oceandoor pudo haberse convertido en 23,53 participaciones de acciones comunes. Entonces, la acción se estaba vendiendo a \$22,625. Por lo tanto, su valor de conversión era:

$$\text{Valor de conversión} = 23,53 \times 22,625 = 532,37$$

Un convertible no puede venderse por menos que su valor de conversión. Los Bonos Convertibles tienen dos valores mínimos, el valor de bono simple y el valor de conversión.

- Valor de la Opción

Finalmente para determinar el valor del Bono Convertible se tendrá que:

$$\text{Valor del bono convertible} = \text{El Max}(\text{valor del bono simple; Valor de conversión}) + \text{valor de la opción}$$



◆ Aritmética de la decisión

Para demostrar como se debe tomar la decisión de convertir o no lo demostraremos a través de un claro ejemplo extraído del texto de "Finanzas Corporativas" de Ross, Westerfiels y Jaffe.

Supongamos que Moulton Company tiene 1000 acciones comunes y 100 bonos en circulación. El valor nominal de cada bono al vencimiento es de \$1.000. Son bonos al descuento y no pagan caponados. Al vencimiento, cada bono puede ser convertido en 10 acciones comunes de nueva emisión.

¿Bajo que circunstancias sería ventajosa que los tenedores de bonos convertibles es Moulton los convirtiera al vencimiento en acciones comunes?

Si los tenedores convierten sus bonos convertibles, recibirán $100 \times 10 = 1.000$ acciones comunes. Puesto que eran 1.000 las existentes, tras la conversión al número de acciones en circulación se eleva a 2000. Por lo tanto, al convertir sus bonos los tenedores poseen 50% del valor de la empresa M . Pero, de no convertirlos, ellos recibirán \$100.000 o M , el que sea menos. La elección de los tenedores de bono de Moulton es obvia. Ellos deben convertir sus bonos cuando 50% de M sea superior a \$100.000. Esto será verdadero cuando quiera que M sea superior a 200.000. Lo anterior se ilustra como sigue:

| | (1) $M < \$100.000$ | (2) $\$100.000 < M \leq \200.000 | (3) $M > \$200.000$ |
|---------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|
| Decisión: | Los tenedores de bonos no convertirán | Los tenedores de bonos no convertirán | Los tenedores de bonos convertirán |
| Tenedores de bonos convertibles | M | \$100.000 | $0.5M$ |
| Accionistas | 0 | $M - \$100.000$ | $0.5M$ |



◆ Caso Práctico

A través del siguiente caso práctico ejemplificaremos el proceso completo de una emisión de Bonos Convertibles y su contabilización en los Estados Financieros.

- Nombre de la Sociedad : Seminario 58 S.A.
- Monto de la Emisión : US\$150.000.000 (1.000.000 de bonos a US\$150 c/u)
- Reajustabilidad : Valor del Dólar.
- Tipo de cambio : \$500 constante durante la operación.
- Moneda de Pago : Pesos.
- Fecha de Vencimiento : 01 de abril del 2010.
- Periodo Oferta Preferente : 23 de diciembre 2004 al 23 de enero 2005, este periodo corresponde al derecho de los accionistas existentes de la compañía a poder comprar bonos con ciertos beneficios extras antes de ponerlos en el mercado.
- Precio de la acción : \$125 equivalente a US\$0.25.
- Precio de Mercado : \$125 equivalente a US\$0.25.
- Aumento de precio por acción : 15% anual.
- Precio de la acción al vencimiento : \$231.25 equivalente a US\$0.4625.
- Amortización por bono : \$140
- Precio de conversión : En nuestro caso será el precio de la acción por la prima de conversión (10%).



- Tasa de Interés : en nuestro ejercicio será un 10% anual
- Amortización : La deuda se amortizara solo una vez a su vencimiento, esto sucederá siempre y cuando los bonos no se conviertan o no hayan sido rescatados.

• **Desarrollo**

| | | | |
|----------------------|---|---------------------|------------------|
| Precio de conversión | = | Precio por acción x | prima conversión |
| \$ 12,50 | = | \$ 125 | x 10% |

| | | | | |
|---------------------|---|---------------|---|------------|
| Razón de Conversión | = | Valor c/ Bono | / | Precio de |
| \$ 12 | = | US\$ 150 | / | Conversión |
| | | | | \$ 12,50 |

Dadas estas condiciones y si el tenedor del bono no ha ejercido este podría optar entre dos alternativas:

NO convertir el bono, si se hubiera dado esta situación el inversionista hubiera recibido, el valor detallado a continuación:
* US\$15 anuales por concepto de intereses por cada bono
* Amortización al rescate US\$ 140 por cada bono

Ejercer el canje de los bonos convertibles y recibir 194.594 acciones.

| | | | | |
|----------------------|---|----------------|---|----------------------|
| Cantidad de acciones | = | Valor del bono | / | Precio por acción al |
| 194.594 acciones a | | | | vencimiento. |
| \$231.25 por bono | = | \$ 45.000.000 | / | \$ 231,25 |



• Contabilización

De acuerdo a la Circular N° 1501 de la SVS, para la empresa inversionista la inversión por Bonos Convertibles sería considerado como un Activo Circulante el que estaría representado en el rubro de Valores Negociables, ya que de acuerdo a la norma aquí se incluyen, entre otras, las inversiones en acciones, pagarés, cuota de fondos mutuos, Bonos, etc.

En cuanto para la empresa emisora la obligación contraída por esta forma de financiamiento sería presentando en el rubro Obligaciones con el Público la porción que corresponde al corto plazo, en este se registran compromisos que debe cumplir la empresa en un plazo inferior al año a contar de la fecha de cierre de los estados financieros, por concepto de deudas a largo plazo contraídas con el público a través de la emisión de bonos de oferta pública colocados tanto en Chile como en el extranjero. Inscritas en S.V.S. La porción de largo plazo se registrara en el rubro Obligaciones con el Público Largo Plazo, lo que exceda a un año a contar de la fecha de cierre de los estados financieros. Ambos incluidos los intereses devengados.

A continuación se realizará la contabilización de dichas Inversiones partiendo por el momento en que se realizó la transacción de la adquisición de los bonos, el cual se encuentra expresada en miles de pesos.

Asientos si el inversionista no convierte el Bono

| 1 | |
|------------------------------|------------|
| Inversión en Bonos | 67.500.000 |
| Intereses por cobrar S/Bonos | 7.500.000 |
| Banco | 75.000.000 |

Glosa: Por la contabilización de la compra de los bonos.

Al 01-04-09

| 2 | |
|----------------------|-----------|
| Banco | 7.500.000 |
| Intereses Percibidos | 7.500.000 |

Glosa: Interés percibidos anualmente bonos.



Asientos para el Obligacionista.

1

| | | |
|-------|-----------------------------|------------|
| Banco | 75.000.000 | |
| | Obligaciones con el Publico | 67.500.000 |
| | Interés por Pagar S/Bonos | 7.500.000 |

Glosa: Contabilización Obligación por Bonos emitidos

2

| | | |
|----------------------------|-----------|-----------|
| Intereses Pagados S/ Bonos | 7.500.000 | |
| | Banco | 7.500.000 |

Glosa: Intereses Pagados por Bonos.

3

| | | |
|-------------------|-----------------------------|-----------|
| Intereses Pagados | 2.500.000 | |
| | Obligaciones con el Publico | 2.500.000 |

Glosa: Asiento de Ajuste.

4

| | | |
|-----------------------------|------------|------------|
| Obligaciones con el Publico | 70.000.000 | |
| | Banco | 70.000.000 |

Glosa: Amortización de la Deuda.



♦ **Ventajas al emitir Obligaciones Convertibles**

Existen ventajas que se pueden tomar en cuenta antes de invertir en cualquier otro tipo de instrumento financiero.

El Bono Convertible otorga a su tenedor el derecho de intercambiarlo por un número fijo acciones comunes en cualquier momento, hasta la fecha de vencimiento del bono, incluyendo esta fecha. Unas de las ventajas que se tienen para los tenedores de bonos convertibles es que poseen baja volatilidad de un bono y la posibilidad de beneficiarse del crecimiento del capital accionario.

Los tenedores de Bonos Convertibles reciben una Renta Fija limitada hasta la conversión, independiente de la rentabilidad de la empresa. Desde el punto de vista de la compañía es una ventaja ya que la utilidad de las operaciones se encontrará disponible para los accionistas comunes y solo tendrá que compartir sus ingresos con los nuevos accionistas.

La empresa fijará el precio de los Bonos Convertibles por encima del precio de las Obligaciones Ordinarias, así como también fijará un tipo de interés menor debido a los derechos que conlleva. Los tenedores de bonos generalmente no tienen derecho a voto en la elección de los directores, el control lo ejercen los tenedores de acciones comunes. Es por esta razón que cuando una compañía esta evaluando alguna alternativa de financiamiento se debe preocupar por no perder el control de voto de la empresa. La venta de los bonos convertibles dará una ventaja de manera temporal sobre la financiación con acciones ordinarias.

Los costos de emisión de un Bono Convertible son inferiores en relación con la emisión de acciones comunes. Es por esta razón que la empresa que desee emitir acciones, podría optar por emitir Bonos Convertibles para ahorrarse dicho costo.



◆ **Desventajas al emitir Obligaciones Convertibles**

Existen algunas desventajas para los emisores, una de estas es que la financiación con Bonos Convertibles tiene implícito el riesgo de diluir las ganancias por acción no solo de sus utilidades, sino que también el control de la empresa.

Los bonos son adquiridos generalmente por un Banco de Inversión o Compañía de Seguros, esto puede hacer que se desplace el control de voto de la compañía fuera de sus propietarios originales. Este es un problema potencial para las grandes empresas con una gran cantidad de accionistas, pero las pequeñas empresas podrían considerarlo como una alternativa más tangible de financiamiento.

Otra de las desventajas se puede asimilar a la utilización de deuda directa. Para una empresa los Bonos Convertibles conllevan un riesgo más alto de quiebra de acciones preferentes o comunes, ya que el obligacionista cobrará antes que el accionista. Mientras más próxima la fecha de vencimiento del cupón mayor es el riesgo.

Además el uso de valores de renta fija aumenta las pérdidas a los accionistas comunes cada vez que las ventas y sus ingresos disminuyen, lo que demuestra el lado desfavorable del apalancamiento financiero.

En cuanto a las disposiciones legales (escritura) en un Bono Convertible por lo general son más estrictos con los contratos de crédito de corto plazo o para acciones ordinarias o preferentes. Por tanto la compañía estará sujeta a más restricciones tratándose de las deudas a largo plazo.

Un alto endeudamiento afectará negativamente a la compañía para financiar las operaciones en periodos de crisis económicas, como consecuencia la empresa experimentará dificultades para reunir capital de trabajo. Los inversionistas cada vez se preocupan más por la seguridad de sus inversiones, esto implica que no adelanten fondos a las empresas, salvo que proporcionen garantías.



El objetivo de este capítulo es presentar la realidad chilena de una de las empresas que emitió Bonos Convertibles, y además, de exponer la experiencia de Pescanova S.A., una empresa española con presencia en Chile y el mundo.



Experiencia real en emisión de Bonos Convertibles

♦ Experiencia en el Mercado de Valores chileno

Con respecto a la experiencia en Chile sobre la emisión de Bonos Convertibles, cabe mencionar lo poco explorado de este instrumento comparado con otros países del mundo, como por ejemplo en España, donde es común que las empresas usen como medio de financiamiento la emisión de Bonos Convertibles.

De acuerdo a nuestra investigación son tres las empresas chilenas que han emitido Bonos Convertibles:

| EMPRESA | FECHA EMISIÓN | MONTO EMITIDO | FECHA AMORTIZACIÓN |
|--|-----------------|------------------|--------------------|
| Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A. | enero 1993 | US\$ 200.000.000 | enero 2003 |
| Clínica las Condes S.A. | septiembre 1994 | UF 150.075 | año 2004 |
| AES Gener S.A. | diciembre 1998 | US\$ 500.000.000 | marzo 2005 |

Para los fines de nuestra investigación expondremos la experiencia que tuvo AES Gener S.A. en la emisión de Bonos Convertibles.

• AES Gener S.A.

AES Gener corresponde a una sociedad anónima abierta, su principal orientación está dada por la generación del recurso energético de electricidad en Chile, a través de una gestión eficiente, segura y sustentable, estableciendo el cumplimiento del compromiso asumido con los principales agentes relacionados, tales como: clientes, accionistas, trabajadores, comunidades, proveedores, personas y demás grupos con los cuales se relaciona

A fines del año 2009, el 70,67% de las acciones de AES Gener S.A. pertenecen a Inversiones Cachagua Ltda., la filial de AES Corp. (AES), empresa global de energía e



infraestructura que desarrolla negocios en 29 países y que cuenta con oficinas centrales en Estados Unidos.

La primera emisión de Bonos Convertibles fue la realizada por la compañía en el año 1998, la cual fue equivalente a MM US\$500 donde, al 31 de diciembre de 1999 se estableció la colocación del 99.99% correspondiente a US\$499.943.600, fondos que fueron utilizados para el refinanciamiento de las obligaciones de crédito que tenía la compañía en ese momento. A fines del ejercicio 1999 habían sido convertidos US\$11.862.900.

Los intereses que devengaron en el año 1998 y 1999 ascienden a M\$3.657.497 y M\$8.727.231 respectivamente, los que se presentan en el rubro Obligaciones con el Público, ubicado dentro del Pasivo Circulante.

Se definió en el contrato que aquellos tenedores que al vencimiento de dicha emisión no hubieran convertido sus bonos se les cancelaría un premio eventual, el cual se ha provisionado por un monto de US\$ 2.217.504 y el descuento obtenido en la colocación de bonos y otros se presenta en la siguiente tabla:

| Concepto | 1999 M\$ | 1998M\$ |
|--|-------------------|-------------------|
| Descuento por colocación de bonos | 1.155.619 | 1.630.061 |
| Gastos diferidos por colocación de bonos | 11.565.396 | 16.000.137 |
| Materiales | 1.284.940 | 1.328.300 |
| Opción de Compra Acciones | 19.082.520 | 0 |
| Activo diferido Pens. Complementario | 1.749.674 | 0 |
| Otros Gastos Diferidos | 3.961.465 | 99.226 |
| TOTALES | 38.799.614 | 19.057.724 |

En Junta general Extraordinaria de Accionistas, celebrada el 14 de Septiembre de 1998 se acordó aumentar el capital en un valor correspondiente a 2.375.000.000 de acciones por un valor total de M\$ 237.500.000 con el único fin de respaldar la conversión de los Bonos Convertibles de la Sociedad.

Dentro de las razones que llevaron a la compañía a la emisión del instrumento en estudio fue el resultado de un análisis riguroso de distintas alternativas de financiamiento, decidiendo por los bonos ya que era la que presentaba un menor costo financiero en ese momento.



Durante el año 2004, AES Gener S.A. se vio en la posición de refinanciar los bonos convertibles en acciones. Los motivos los explicaremos a continuación en un ámbito internacional, considerando la clasificación de riesgo.

Al 31 de Diciembre del 2004, AES Gener ya no tenía instrumentos emitidos en el mercado local.

El proceso de reestructuración financiera terminó de manera exitosa, éste consistía en refinanciar por anticipado un monto de US\$ 700 millones a través de Bonos Convertibles y yankee, Estos documentos vencían en marzo de 2005 y enero 2006 respectivamente. Se logró mejorar la estructura de capital de la empresa a través de la disminución de los pasivos de las filiales. Al mismo tiempo, con esta operación, se logró optimizar la clasificación de riesgo, mencionada anteriormente, esto permitió obtener un mejor manejo financiero reduciendo el nivel de endeudamiento consolidado.

La operación completa involucró la conversión total de US\$ 23.304.700 en acciones, así como también los prepagos que se detallan a continuación:

| FECHA DE PREPAGO | MONTO PREPAGADO EN M US\$ |
|---------------------|---------------------------|
| 24 DE MARZO DE 2004 | 156.830 |
| 02 DE ABRIL DE 2004 | 55.700 |
| 31 DE MAYO DE 2004 | 264.108 |

En el cuadro anterior, podemos observar que la operación contó con prepagos que consideraron los premios de no convertibilidad equivalentes al 5,0785% sobre el valor nominal de la deuda establecida al inicio de la emisión.

Entre los años 1997 y 1999 la economía mundial se encontraba en su período más crítico por la llamada "Crisis Asiática". En nuestro país el efecto se presentó por un incremento en el déficit comercial, impactando en especial las grandes turbulencias de la economía Coreana. Una marcada caída en el precio del cobre y el valor de lo exportado provocó un azote del Producto Interno Bruto, cayeron las reservas internacionales, además disminuyeron los términos de intercambio, reduciendo la inflación. Por lo tanto, la economía se encontraba colapsada por lo que los ajustes disminuyeron la inversión y la actividad productiva, aumentando así el desempleo. Debido a la inestabilidad del tipo de cambio y las tasas de interés se vio afectada la credibilidad de la meta inflacionaria, coartando las posibilidades de obtención de recursos para el financiamiento de los



proyectos de crecimiento de las empresas Chilenas. Dentro de este escenario mundial es que se desarrolla la emisión de Bonos Convertibles en Chile por AES Gener S.A.

| Balance General AES Gener S.A. Año 1999-2004 | | |
|---|----------------------|----------------------|
| DESCRIPCION | 1999 M\$ | 2004 M\$ |
| ACTIVO CIRCULANTE | 200.334.464 | 141.529.449 |
| DISPONIBLE | 3.195.840 | 4.749.223 |
| DEPOSITOS A PLAZO | 13.350.928 | 25.996.519 |
| VALORES NEGOCIABLES | 3.029.368 | 3.341.314 |
| DEUDORES POR VENTA (NETO) | 92.267.814 | 28.984.250 |
| DEUDORES POR COBRAR (NETO) | 13.652 | 60 |
| DEUDORES VARIOS (NETO) | 19.831.626 | 2.818.685 |
| DOCUMENTOS Y CTAS POR COBRAR A RELACIONADAS | 2.506.353 | 4.444.478 |
| EXISTENCIAS | 16.052.892 | 18.486.960 |
| IMPUESTOS A RECUPERAR | 8.352.026 | 1.017.085 |
| GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO | 2.515.275 | 1.657.554 |
| OTROS ACTIVOS CIRCULANTES | 39.218.690 | 48.846.810 |
| IMPUESTOS DIFERIDOS | - | 1.186.511 |
| ACTIVO FIJO | 1.388.664.187 | 1.125.917.689 |
| TERRENOS | 26.495.716 | 8.135.418 |
| CONSTRUCCIONES Y OBRAS DE INFRAESTRUCTURA | 733.961.736 | 715.138.929 |
| MAQUINARIAS Y EQUIPOS | 1.016.654.014 | 925.932.503 |
| OTROS ACTIVOS FIJOS | 28.844.420 | 8.303.319 |
| MAYOR VALOR POR RETASACION TECNICA | 37.815.394 | 38.224.038 |
| DEPRECIACION ACUMULADA(MENOS) | (455.107.093) | (569.816.518) |
| OTROS ACTIVOS | 371.613.684 | 181.367.668 |
| INVERSIONES EN EMPRESAS RELACIONADAS | 316.722.655 | 101.190.753 |
| MENOR VALOR DE INVERSIONES | 12.122.508 | 4.932.859 |
| MAYOR VALOR DE INVERSIONES(MENOS) | (56.177.665) | - |
| DEUDORES A LARGO PLAZO | 5.267.012 | 4.558.963 |
| DOCTOS Y CUENTAS A COBRAR EMP. RELACIONADAS | 22.159.406 | 2.399.634 |
| INTANGIBLES | 27.128.706 | 6.055.065 |
| AMORTIZACION ACUMULADA(MENOS) | (9.766.644) | (4.631.800) |
| OTROS | 54.157.706 | 49.663.322 |
| INVERSION EN OTRAS SOCIEDADES | - | 17.198.872 |
| TOTAL ACTIVOS | 1.960.612.335 | 1.448.814.806 |



| Balance General AES Gener S.A. Año 1999-2004 | | |
|---|----------------------|----------------------|
| DESCRIPCION | 1999 M\$ | 2004 M\$ |
| PASIVO CIRCULANTE | 242.037.064 | 81.302.593 |
| OBLIGS. CON BANCOS E II.FF.-CORTO PLAZO | 56.619.298 | 9.981.918 |
| OBLIGS. CON BANCOS E II.FF.- LARGO PLAZO PORCION C/P | 46.692.084 | 12.758.735 |
| OBLIGS. CON EL PUBLICO BONOS | 20.415.835 | 13.366.342 |
| OBLIGS. LARGO PLAZO VCTO DENTRO DE UN AÑO | 3.419.536 | 346.925 |
| DIVIDENDOS POR PAGAR | 97.574 | 127.670 |
| CUENTAS POR PAGAR | 80.070.649 | 26.968.538 |
| DOCUMENTOS POR PAGAR | 5.316.107 | - |
| ACREEDORES VARIOS | 99.855 | 78.961 |
| DOCUMENTOS Y CTAS POR PAGAR A RELACIONADAS | 3.320.312 | 1.464.288 |
| PROVISIONES | 7.827.219 | 6.749.850 |
| RETENCIONES | 5.596.142 | 2.169.832 |
| INGRESOS PERCIBIDOS POR ADELANTADO | 231.353 | 288.596 |
| IMPUESTO A LA RENTA | - | 5.272.852 |
| OTROS PASIVOS CIRCULANTES | 12.331.100 | 1.728.086 |
| PASIVO LARGO PLAZO | 826.043.403 | 537.053.373 |
| OBLIGS. CON BANCOS E II.FF. | 299.228.619 | 96.102.912 |
| OBLIGS. CON EL PUBLICO BONOS | 459.140.930 | 392.682.924 |
| DOCUMENTOS POR PAGAR | 4.454.994 | 415.004 |
| PROVISIONES | 8.190.563 | 9.699.673 |
| OTROS PASIVOS LARGO PLAZO | 55.028.297 | 14.943.050 |
| IMPUESTO DIFERIDO LARGO PLAZO | - | 23.209.810 |
| INTERES MINORITARIO | 98.177.443 | 8.665.138 |
| PATRIMONIO | 794.354.525 | 821.793.702 |
| CAPITAL PAGADO | 584.251.257 | 740.768.344 |
| SOBREPREGIO EN VTA ACCIONES PROPIAS | 24.198.173 | 30.273.735 |
| OTRAS RESERVAS | 99.792.618 | 35.646.691 |
| DEFICIT ACUMULADO PERIODO DESARROLLO(MENOS) | (765.034) | - |
| RESERVAS FUTUROS DIVIDENDOS | 24.909.773 | 5.424.319 |
| UTILIDADES ACUMULADAS | 55.545.126 | 2.713.806 |
| UTILIDAD DEL EJERCICIO | 6.422.612 | 39.454.037 |
| DIVIDENDOS PROVISORIOS(MENOS) | - | (32.487.230) |
| TOTAL PASIVOS | 1.960.612.435 | 1.448.814.806 |

* Balance de empresa AES Gener S.A.

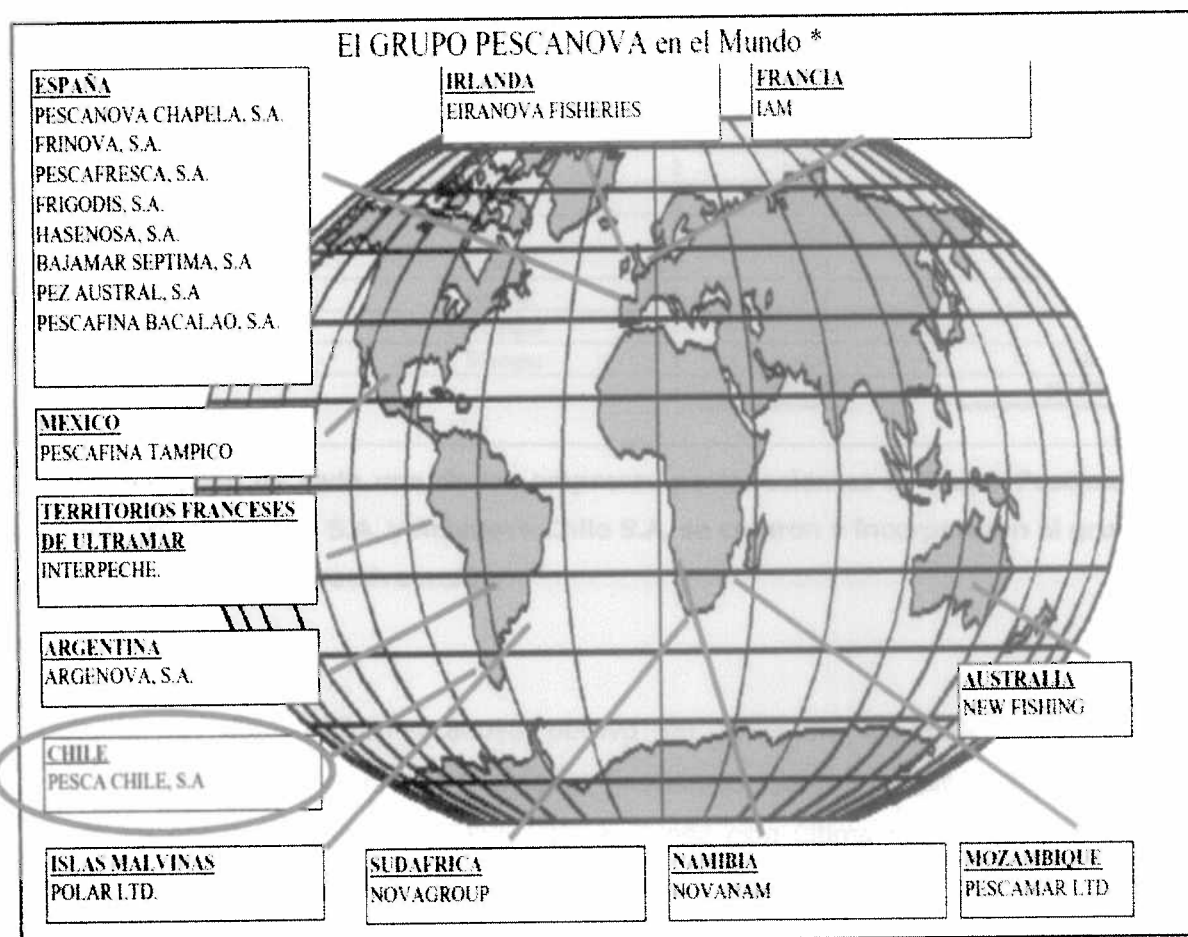


◆ Experiencia en el Mercado de Valores extranjero

• Grupo Pescanova S.A.

Pescanova es la empresa líder en España, de pescados y productos de mar. Fundada en el año 1960, esta empresa tiene presencia en los principales lugares de comercialización de pescado alrededor del mundo y hoy se ha convertido en el proveedor líder en todos los continentes.

Las ventas consolidadas de Pescanova superan los EUR 1.000 millones anuales. Provee empleo permanente a aproximadamente cinco mil personas y abastece de más de 2.000 tipos de productos a consumidores de todo el mundo.



* Ubicación de las empresas que pertenecen al Grupo Pescanova que poseen plantas productivas.

Al grupo Pescanova pertenece la empresa PESCA CHILE S.A, la cual se creó en 1983. Actualmente Pesca Chile S.A. exporta más de treinta especies marinas en 200 presentaciones distintas a treinta y ocho países del mundo.



| Empresas del Grupo | País | Activ. | Miles Euros | | | |
|------------------------------|------------|--------|----------------|--------|----------------|--------|
| | | | 2009 | | 2008 | |
| | | | Inversión | % | Inversión | % |
| Argenova, S.A. | Argentina | 1 | 27.037 | 94,99 | 22.787 | 94,99 |
| Camanica, S.A. | Nicaragua | 4 | 3.047 | 46,21 | 3.047 | 46,21 |
| Bajamar Séptima, S.A. | España | 3 | 6.040 | 100,00 | 6.040 | 100,00 |
| Camanica Zona Franca | Nicaragua | 4 | 428 | 0,10 | 428 | 0,10 |
| Corporación Novaperú, S.A.C. | Perú | 1 | 5 | 0,01 | — | — |
| Eiranova Fisheries Ltd. | Irlanda | 2 | 3.354 | 98,48 | 3.354 | 98,48 |
| Frigodis, S.A. | España | 5 | 8.211 | 99,99 | 8.211 | 99,99 |
| Frinova, S.A. | España | 2, 3 | 10.145 | 90,36 | 10.145 | 90,36 |
| Frivipisca Chapela, S.A. | España | 2,3 | 781 | 8,27 | 781 | 8,27 |
| Insuiña, S.L. | España | 4 | 34.564 | 99,90 | 34.564 | 99,90 |
| Kodeco D. C. S.A | Nicaragua | 4 | 46 | 98,66 | 46 | 98,66 |
| Austral Fisheries Pty. | Australia | 1,2 | 6.356 | 50,00 | 6.356 | 50,00 |
| Nova Austral | Chile | 2 | 13.490 | 99,90 | 13.490 | 99,90 |
| Novapescas Trading, S.L. | España | 5 | 11.105 | 99,99 | 11.105 | 99,99 |
| Acuinova Chile, S.A. | Chile | 4 | 2.303 | 7,41 | 2.303 | 7,41 |
| Pesca Chile, S.A. | Chile | 1,2 | 23.112 | 51,00 | 23.112 | 51,00 |
| Pescalina, S.A. | España | 2 | 19.148 | 94,94 | 19.148 | 94,94 |
| Pescafresca, S.A. | España | 2 | 61 | 100,00 | 61 | 100,00 |
| Pescamar, Ltd. | Mozambique | 1 | 5.528 | 70,00 | 5.528 | 70,00 |
| Pescanova France, S.A. | Francia | 2 | 48 | 100,00 | 48 | 100,00 |
| Pescanova Inc. | EE.UU. | 2 | 7.990 | 96,49 | 7.990 | 96,49 |
| Pescanova Italia SRL | Italia | 2 | 4.565 | 100,00 | 4.565 | 100,00 |
| Pescanova Portugal Ltda. | Portugal | 2, 3 | 4.070 | 99,99 | 4.070 | 99,99 |
| Pesquerías Belnova, S.A. | Uruguay | 1, 5 | 7.113 | 100,00 | 7.113 | 100,00 |
| Río Real, S.A. | Nicaragua | 4 | 980 | 1,48 | 980 | 1,48 |
| Río Tranquilo, S.A. | Nicaragua | 4 | 229 | 98,00 | 229 | 98,00 |
| Total | | | 199.754 | | 192.579 | |

*** Participación de cada una de las empresas pertenecientes al Grupo Pescanova. Las plantas Nova Austral S.A. y Acuinova Chile S.A, se crearon e incorporaron al grupo en el año 2001 y 2008 respectivamente.**

Durante el año 2009, Pescanova obtuvo un préstamo de EUR 357,45 millones provenientes de importantes instituciones financieras españolas, que corresponden a las Cajas de Ahorro Caixanova y Caixa Galicia, donde esta última fue la mayor prestamista aportando con EUR 282 millones, es decir, aportó el 80% del total.

El dinero recibido de las cajas se destinó a siete compañías del grupo, dentro de las cuales se encontraba Nova Austral S.A. empresa cuya planta pertenece a Pesca Chile. Con el fin de ayudar a su financiamiento.

Las transacciones fueron enunciadas en el informe que Pescanova envió a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con el detalle de los importes.



La deuda financiera del grupo de Pescanova ascendía en el 2009 a EUR 748 millones, las obligaciones a largo plazo, representaban casi el 60% de la deuda global del grupo.

Como medio de financiamiento, en enero de 2010, Pescanova S.A. comunicó a la CNMV, la intención de emitir Bonos Convertibles y/o canjeables en acciones de la sociedad con exclusión total del derecho de suscripción preferente.

Los términos para la emisión de estos instrumentos fueron:

- La emisión de los Bonos Convertibles se realizará por un importe de EUR 110 millones.
- Los Bonos Convertibles devengarán un interés fijo anual pagadero semestralmente del 6,75% anual.
- Los bonos tendrán una vigencia de cinco años desde la fecha de su emisión.
- El precio de conversión inicial de los Bonos Convertibles es de 28,02 euros por cada acción de Pescanova, lo que representa una prima del 25%.
- Los bonos se emitirán a la par, tendrán forma nominativa y un valor nominal de EUR 50.000.
- Los bonos constituirán una serie única y estarán representados por títulos nominativos, y en forma inicial debe tener forma de un único certificado global.
- El precio de la amortización de los bonos será el 100% del nominal.
- La emisión de los Bonos Convertibles contará con la garantía de la responsabilidad patrimonial universal de Pescanova S.A. y no se garantizará mediante garantía alguna de terceros.



- Los términos y condiciones de los bonos estarán sujetos a derecho inglés⁵. Además, se estima que estos bonos puedan ser admitidos en el sistema multilateral de negociación Euro MFT Luxemburgo.
- El destino del importe obtenido de la suscripción de los Bonos Convertibles es principalmente fortalecer los recursos financieros de Pescanova S.A. y diversificación de las fuentes de financiación.
- Pescanova S.A. asume el compromiso de no realizar emisiones, ofertas o ventas de acciones hasta 90 días después de la fecha de suscripción y desembolso de los bonos

En Febrero de 2010, Pescanova S.A. celebró una junta general de accionistas de carácter extraordinario para someter a votación el plan de emitir Bonos Convertibles en acciones por un importe de EUR 110 millones.

La compañía debió solicitar la autorización para aumentar el capital puesto que el máximo era de de EUR 23,55 millones, de forma inicial, para atender las solicitudes de conversión de las obligaciones canjeables y/o convertibles.

La Junta de Accionistas aprobó la propuesta de financiamiento de la compañía y determinaron el resto de las bases, modalidades de conversión, términos y condiciones de la emisión de los convertibles.

Pescanova finalizó la emisión de Bonos Convertibles en acciones por el importe antes mencionado, en marzo de 2010 en un tiempo record de 10 días.

Esta empresa, suscribió y desembolsó un total de 2.200 bonos de EUR 50.000 de valor nominal cada uno destinados a atender las necesidades generales de financiamiento de la emisora y a prolongar el vencimiento medio de la deuda.

La suscripción de los bonos estuvo dirigida por los bancos BNP Paribas y BPI, con los cuales se estableció un contrato de emisión en el que se detalló explícitamente que estas entidades se comprometen a proporcionar suscriptores para los bonos, y en caso de no

⁵ Llámese también Derecho Común o derecho anglosajón.



contar con ellos, se comprometen a suscribirlos y pagarlos ellas mismas como entidades financieras.



Conclusiones

Durante los años de estudio de la carrera, nos hemos centrado en la Empresa, principalmente en el resultado financiero de sus operaciones ordinarias y extraordinarias, lo que está reflejado en los Estados Financieros. Estos estados son utilizados como una herramienta para conocer el desempeño económico y de gestión, siendo éste un punto fundamental para la realización de la Auditoría.

Los Estados Financieros son el reflejo de la situación de la empresa, por ende son de gran importancia para la evaluación de estas. Pero no son lo único importante dentro de la organización, ya que hay áreas fundamentales para el cumplimiento de los objetivos, como el área de las Finanzas, éstas juegan un papel fundamental en la empresa, ya que es la encargada de cumplir los objetivos de los accionistas, el de maximizar la riqueza de la empresa.

Es importante señalar, que a un Auditor completo no sólo le debe importar la forma de los Estados Financieros, sino que debe procurar analizar todos los componentes internos que lo conforman, debiendo acercarse a la Auditoría al área de las Finanzas, considerando así parte importante de los aspectos que hacen que la empresa sea llevada al éxito.

Como sugerencia, para las futuras generaciones de estudiantes, estimamos que sería práctico crear un mayor acercamiento y estudio de la Auditoría del área de Finanzas, llevando la teoría aprendida en clases, a las empresas ya sea a través de una práctica profesional o como un taller anexo, lo que podría ser un gran desafío para la Institución de estudio y proveer un mayor valor para la carrera impartida.

De acuerdo a nuestra experiencia, nos fue muy complicado obtener información de las empresas chilenas que emitieron Bonos Convertibles, ya que nos fue imposible concertar una reunión con los encargados de finanzas. Los principales motivos de esta situación fueron:

- a) Un plazo estrecho breve para el desarrollo completo del trabajo de investigación.
- b) Estimamos que en las empresas no existe un departamento de atención a estudiantes, como si lo hay en países desarrollados.



Creemos que este bajo apoyo por parte de las empresas frente a que un grupo de estudiantes quiera conocer sobre su historia y experiencia en el tema de Bonos Convertibles, se debe a que las compañías confunden un trabajo de investigación con una eventual evaluación de su gestión financiera.

Con respecto al tema estudiado de Bonos Convertibles y su utilización en Chile, podemos mencionar que no ha sido un instrumento de financiamiento muy utilizado, ya que dentro de la variada gama de empresas del país hemos encontrado sólo tres que han emitido directamente este tipo de bonos, sin considerar las filiales de empresas internacionales donde han emitido Bonos Convertibles y que han conseguido financiamiento de ellas por este medio, como en el caso analizado en el trabajo expuesto.

Los motivos por los que hay poca exploración en este tipo de instrumentos pueden ser variados, pero bajo nuestra percepción, la razón que más se acerca sería que los empresarios chilenos no están preparados para ceder parte de sus acciones y con la idea ser dueños totales de la empresa prefieren buscar otros tipos de financiamiento.

Como lo mencionamos anteriormente, el poco conocimiento que existe con respecto a los Bonos Convertibles, lleva a las empresas a tener un cierto recelo en ocupar esta herramienta como instrumento de financiamiento. Esta situación nos parece un poco inexplicada puesto que en el resto del mundo son utilizados con frecuencia para el crecimiento de las empresas.

Una buena forma de motivar a los inversionistas chilenos podría venir por parte de la obtención de mayores beneficios tributarios.

Una buena idea sería brindar la oportunidad de emitir Bonos Convertibles a las pequeñas y medianas empresas para que puedan optar a otras formas de financiamiento, y de esta forma ampliar la utilización de estos instrumentos.

Otra manera de incentivar su uso, es difundir capacitaciones para los inversionistas, para explicarles claramente las ventajas y desventajas de este tipo de financiamiento y también la modalidad de emisión.



Bibliografía

- ◆ Libro : "Finanzas Corporativas", primera edición.
Autor : Jonathan Berk Peter DeMarzo.

- ◆ Libro : "Administración Financiera", décima edición.
Autor : James C. Van Horne.

- ◆ Libro : "Finanzas Corporativas", séptima edición.
Autor : Stephen A. Ross , Randolph W. Westerfield y Jeffrey Jaffe.

- ◆ Título : Ejercicio de valoración de Bonos Convertibles
Autor : Víctor Cortés, Washington Lizana, Lindley Maxwell. Universidad de Chile.

- ◆ Título : Bonos Convertibles
Autor : Salvador Zurita L. Universidad de Chile.

- ◆ Sitio : <http://www.expansion.com/2007/09/13/inversion/1035159.html>

- ◆ Sitio : [http://es.wikipedia.org/wiki/Arbitraje_\(econom%C3%ADa\)](http://es.wikipedia.org/wiki/Arbitraje_(econom%C3%ADa))

- ◆ Sitio : <http://asesorfin.wordpress.com/category/bonos-convertibles/>

- ◆ Sitio : <http://www.rankia.com/blog/analisisbolsa/360908-bonos-convertibles-pescanova>

- ◆ Sitio : <http://www.ecolink.com.ar/inversiones/bonos>

- ◆ Sitio : <http://contraccion.foroactivo..net/economia-e-inversion-f4/guia-para-la-inversion-en-bonos-convertibles-t1068.htm>

- ◆ Sitio : <http://usma.ac.pa/.../RO%20DE%20LAS%20AGENCIAS>

- ◆ Sitio : <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas>

- ◆ Sitio : <http://www.aesgener.cl/AESGenerWebNeo/index.aspx?channel=6178>



- ◆ Sitio : http://oas.org/juridico/spanish/mesicic3_chl_circular_1501.pdf



Formalización Trabajo "Bonos Convertibles"

- **Profesor Guía:**

Fernando Rivas Herrera.

- **Integrantes del grupo:**

Evelyn Caniullan Huenopil.

Claudia Oñate Morales.

Daniela Carrasco Sandoval.

Nataly Norambuena Rubio.