

Solvay Indupa emite ON por \$M 80

Durante la última Asamblea, el Directorio obtuvo la aprobación para emitir ON por 80 millones. Esto no representó un problema ya que el Grupo Solvay controla los votos. Pero les resultó imposible convencer a algunos accionistas minoritarios de que la operación será buena para la Argentina, o para la empresa, amén de que muchos minoritarios están preocupados por la futura pérdida de participación y la relación con el precio de una acción que cotiza a sus niveles más bajos respecto del Índice MerVal.

Solvay Indupa anunció la decisión del Directorio de emitir Obligaciones Negociables (ON) Convertibles por 80 millones de dólares. Las ON vencerán en 2006 en pesos con una tasa no especificada (se indicó que podría estar en el rango del 13 al 16%), pero de acuerdo a la empresa, será baja comparada con otros instrumentos de deuda en pesos. Las ON cotizarán en la Bolsa de Buenos Aires y serán emitidas sin otra garantía, pero podrán convertirse en acciones ordinarias a un peso. Los accionistas tendrán derecho de precedencia para suscribir las ON, sin derecho a acrecer, y el Credit Suisse First Boston será el underwriter.

La gerencia dice que las ON permitirán reestructurar la deuda de corto plazo (la mayor parte de la deuda que se reemplazaría se indicó que hoy está en dólares) sin un cambio sustancial en los intereses de las deudas dólares con swap a pesos.

Se indicó que las ON serán convertibles al final. Esto es importante pues de otra forma la acción podría tener una resistencia a la suba por sobre \$1, dado que habría un incentivo de los tenedores de ON a convertirlas por acciones y tomar ganancias inmediatamente. Los intereses cobrados, convertidos a dólares, irían bajando el punto de indiferencia. Si bien esto podría bajar la Tasa de Retorno, podría también usarse para bajar riesgos. A medida que aumentara la percepción de riesgos se incrementaría el incentivo a tomar ganancias anticipadas.

También se indicó que el grupo controlante Solvay no suscribirá la emisión, y que de ser necesario para mantener el control de la sociedad, Solvay compraría ON en el mercado.

Muchos minoritarios se fueron preocupados, ya que el único aliciente fue la promesa de evaluar que el precio de cotización de la acción forme parte de la retribución de algunos gerentes o directivos.

Algunas Conclusiones:

- ♦ Las ON no tendrán otra garantía que la conversión en Acciones Ordinarias a \$1. Por ello, podemos decir que para los accionistas que suscriban las ON, o el Credit Suisse First Boston, o sus clientes, la conversión de ON en AO será una buena protección, tanto como garantía del pago, como en caso de devaluación.
- ♦ Una devaluación no necesariamente variaría la cotización de la acción en dólares. Dado que la mayor parte del negocio de Solvay Indupa opera en dólares (Precios de Venta -PVC y Soda- y Precios de

Materias Primas -Etileno, electricidad-), el mayor cambio en caso de devaluación provendría de las variaciones en la demanda, teniendo una mejor posición frente a productos importados. Podría haber también eventualmente pérdidas y ganancias de ítems monetarios (proveedores, acreedores, deuda), dado que la Ley de Convertibilidad permite la venta en dólares. Como algunos costos son en pesos, la devaluación pondría a la empresa en una mejor posición para competir en el exterior. Algunos estudios en el mercado accionario argentino muestran que en definitiva las acciones cotizan en dólares. En definitiva esto es similar a lo que la misma Solvay Indupa hace con sus tenencias patrimoniales no monetarias en Brasil. Ellos mantienen el valor en dólares, con independencia de la devaluación del real. En nuestro mercado, cuando han ocurrido devaluaciones, las cotizaciones de las acciones han alcanzado en aproximadamente un mes, su valor anterior en dólares, con un ajuste hacia arriba o abajo por las expectativas de cambios en los resultados causados por la devaluación.

- ♦ La introducción del euro en el esquema de Convertibilidad del peso puede eventualmente generar pérdidas futuras extremadamente importantes. El dólar se ha apreciado significativamente contra el euro, y si la moneda europea pasa a formar parte de las Reservas Argentinas será porque disminuye parte de esa apreciación, pero ésta no necesariamente terminará allí y seguramente continuará. Para una empresa con sus ingresos y egresos dolarizados, un endeudamiento en pesos (con un 50% de basamento en euros) podría significar dentro de 5 años una deuda significativamente elevada en dólares y una pérdida cuantiosa para la empresa.
- ♦ Solvay Indupa dice que las ON tendrán una tasa baja en pesos. Usted debe tener en cuenta en su evaluación, que las ON tendrán una tasa muy baja respecto aún de los Bonos Nacionales. No solo de los nominados en pesos, sino también a los que se pagan en dólares. Si bien hay ON de empresas argentinas que tienen una calificación superior a la del país, éste no es el caso de Solvay Indupa. Los accionistas, o sino el Credit Suisse First Boston o sus inversores deberían considerar a la diferencia entre la tasa de mercado y la de las ON como el precio de una Opción para la compra de AO a \$1 dentro de 5 años. Mientras más alta sea la diferencia entre la tasa de mercado de deuda en pesos a 5 años y la de las ON, mayor será lo que los inversores están pagando para tener una opción de quedarse con el 19,3% de la compañía.
- ♦ Mientras el interés de las ON puedan parecer bajos en primera instancia, esto no necesariamente será así

durante los 5 años, dado que los intereses de las ON son fijos y la economía del país se podría recuperar después de una recesión de 3 años. Esto podría ser peor aún si se produce una caída en la apreciación del dólar.

- ◆ Mientras mayor sea la probabilidad de una devaluación, mayor será la de que las ON se conviertan en AO. Pero el hecho de que no ocurra una devaluación no necesariamente significa que no habrá conversión.
- ◆ Las Deudas de la mayoría de las empresas que cotizan en Buenos Aires son en dólares, sin swaps a pesos. Mientras que el Grupo Solvay tiene una Política de hacer swaps a la moneda local, Solvay Indupa no lo ha hecho algunas veces en el pasado reciente. El emitir estas ON es un claro signo de que el Grupo Solvay está previendo una devaluación del peso. Mientras otras empresas aseguran los Créditos, Solvay está asegurando las Deudas. Dado que las Deudas son superiores a los Créditos, es claro que la gerencia está buscando una ganancia adicional en caso de devaluación, como sucedió en Brasil, algo que no es parte del negocio del PVC.
- ◆ Como resultado de una práctica que no es común en subsidiarias de grandes empresas extranjeras, Solvay Indupa ha experimentado fuertes pérdidas - \$M 4,6 en el año 2000- causada por los seguros de cambio para protegerse de una eventual devaluación del peso durante el 2000. La emisión de las ON va a consolidar esto por los próximos 5 años. Mientras que la gerencia explica su experiencia en Brasil, muestra, a nuestro criterio, que no entiende las diferencias que existen en los casos de estos dos países. Algunos accionistas minoritarios no aprobaron los resultados del ejercicio 2000 dado que el Directorio había anunciado en la Asamblea anterior que no se continuaría con la práctica de seguros de cambio, y luego el Directorio pretendió la aprobación de tales gastos.
- ◆ Tal como en la ley de Murphy, la peor decisión se toma en el peor momento. Decimos que:
 - La peor decisión, porque en el intento de protegerse de una devaluación han perdido mucho dinero y lo continuarán haciendo por muchos años. Se equivocan también al proteger deuda en lugar de créditos. Parecen errados al establecer un criterio distinto del de otras empresas importantes en el país.
 - El peor momento: porque fijan la tasa de interés por 5 años justo cuando el riesgo país en Argentina es la más alta en la historia. Y dado que las tasas internacionales, las que se usan como referencia para las tasas locales, tienden a caer con el tiempo.
 - La nominación de Domingo Cavallo como Ministro de Economía -quien impuso la Convertibilidad peso dólar hace diez años- debería producir un impasse de la gerencia para evaluar mejores alternativas.
- ◆ Solvay Indupa tiene altos Créditos Fiscales debido a las Pérdidas acumuladas. Estos expiran con el tiempo si la compañía no tiene ganancias.

Adicionalmente Solvay Indupa paga el Impuestos a la Ganancia Mínima Presunta, el que genera más créditos hacia el futuro. La práctica de tomar deuda en pesos, o el swap a pesos, puede ocasionar pérdidas futuras debida a la expiración de estos créditos. Dado que la tasa es fija en 5 años, el impacto en los Resultados continuarán aún a pesar de un cambio favorable en las condiciones del país.

- ◆ Los accionistas actuales que no suscriban perderán el 19,3% de su porcentual de propiedad de la empresa en el caso de conversión de las ON. Algunos accionistas se quejaron en la Asamblea de las promesas de no licuar la participación mayoritaria, y el Directorio responde que aquellos que no quieran perder su participación pueden suscribir las ON. Pero el momento es seguramente menos propicio para los minoritarios que para el socio mayoritario, dada la crisis por la que atraviesa el país.
- ◆ El esquema utilizado ahora no parece justo para quienes compraron o hubieran tenido la oportunidad de suscribir las AP. Mientras que las ON percibirán igualmente sus intereses aún en caso de conversión, quienes suscribieron las Acciones Preferidas aportarán sus intereses como Prima de Emisión.
- ◆ Los accionistas actuales continuarán compartiendo las Pérdidas que la empresa está experimentando en estos momentos causados por los bajos volúmenes y precios. Pero la compensación con las futuras ganancias será menor debido a que tendrán una Ganancia por Acción un 19,3% menor. Pero, mientras que los fondos son necesarios hoy, el Capital llegará en un momento en que no será necesario, ya que no existen Planes de Inversiones Mayores por muchos años.
- ◆ Tal vez la acotación más ríspida en la Asamblea fue cuando un accionista se quejó porque según el accionista las ON parecen una emisión encubierta de acciones con un precio por bajo la par, lo que está prohibido. Según lo expuesto, quién compre las ON puede indirectamente estar comprando acciones a \$1, tendrá un descuento de 13-16¢ por año, llevando el precio final al precio de 4 a 35¢ por acción, mientras que el suscriptor tiene la oportunidad de evaluar el desempeño de la empresa durante 5 años y luego optar por la no suscripción y solicitar la devolución de \$1 por cada ON suscripta. Es para que lo piensen quienes deban aprobar la emisión definitiva, o sino que quienes suscriban puedan verse envueltos en procesos judiciales.

Click para otros Informes de la empresa

Cont. Gabriel Castro
<http://www.ABF.com.ar/>

Copyright © Gabriel Castro. All rights reserved

El contenido expresa opiniones recogidas del ambiente bursátil o evaluaciones que a veces pueden considerarse rápidas, y que no siempre son definitivas. El o los autores pueden tener intereses en posición igual o contraria a las opiniones vertidas. Se hace el mayor esfuerzo por la calidad de los datos provistos, pero no se dan garantías, ni se asume responsabilidad alguna por estas opiniones. Los lectores son los únicos responsables por sus operaciones, aún las basadas en la información provista. Cuando no se exprese el valor, se asumen miles de pesos (\$K). Los informes se expresan generalmente en millones de pesos (\$M).