



Libro Fusiones inversas

Cómo cotizar su compañía en la Bolsa sin una OPV

David N. Feldman y Steven Dresner
Bloomberg Press, 2006
También disponible en: Inglés

Reseña

Hace apenas unos años, parecía que casi todas las empresas cotizaban en Bolsa con una OPV. Ahora, muchas compañías de primera están fuera del mercado de la OPV, pero tienen otra forma de hacerlo. Una de las formas populares es la “fusión inversa”. En esta transacción, su compañía privada se fusiona con una compañía en Bolsa (a menudo “instrumental”) y la controla, dándole a usted acciones en Bolsa para aumentar capital. Podría sonar turbio, pero no lo es: muchas compañías reconocidas han entrado a la Bolsa mediante fusiones inversas, incluyendo Berkshire Hathaway de Warren Buffett, Turner Broadcasting System, Occidental Petroleum y Blockbuster Entertainment. El abogado de Wall Street experto en valores, David N. Feldman, lo guía detenidamente a través del proceso de fusiones inversas. El libro es sumamente claro y exhaustivo, y debería ser el libro de texto esencial para las fusiones inversas. Pero es una lectura árida: contiene un sinfín de reglas técnicas y, sobre todo, de acrónimos difíciles para los novatos – pero no está dirigido a ellos. *BooksInShort* recomienda con entusiasmo este libro a inversionistas sofisticados, abogados, contadores, banqueros de inversión y ejecutivos que quieran todos los detalles de esta técnica de financiamiento cada vez más popular.

Ideas fundamentales

- No todas las compañías quieren o necesitan cotizar en Bolsa.
- Las ventajas de acciones bursátiles incluyen la confianza de los inversionistas, la facilidad para incrementar capital y la capacidad de financiar el crecimiento con acciones.
- La forma más conocida de empezar a cotizar en Bolsa es mediante una oferta pública de venta (OPV) garantizada por un banco de inversiones, pero muchas compañías no pueden usar esta técnica.
- Una alternativa cada vez más popular a la OPV es la “fusión inversa”.
- En una fusión inversa, una compañía privada “se hace pública” al fusionarse con una compañía que ya cotiza en Bolsa.
- Muchas compañías reconocidas empezaron a cotizar en Bolsa de esta manera.
- Las fusiones inversas son generalmente más rápidas, sencillas y menos costosas que la tradicional OPV.
- Sin embargo, las fusiones inversas suben menos de precio.
- Las fusiones inversas en general resultan en una compañía cuyas acciones se negocian en el Over the Counter Bulletin Board (OTCBB).
- Al terminar la fusión inversa, su compañía debe trabajar mucho para que el mercado respalde sus acciones.

Resumen

Cómo cotizar en Bolsa

Las compañías que se cotizan en Bolsa pueden incrementar su capital más fácilmente que las compañías privadas. Tener acciones ofrece a los inversionistas y a los fundadores de la compañía una manera de “salir” del negocio vendiendo sus acciones. Esas acciones pueden usarse para financiar el crecimiento mediante adquisiciones y sociedades. Su compañía puede intercambiar sus acciones por participación o asociación de otra compañía, lo que le permite conservar dinero en efectivo. Las acciones en Bolsa le permiten ofrecer atractivas opciones de participación accionaria a sus empleados, que son líquidas cuando las hacen efectivas. Si usa opciones en vez de compensaciones, asocia la compensación directamente al desempeño. Por último, tener acciones en Bolsa requiere divulgación pública de información y el acceso a esta información da más confianza a los inversionistas.

“Las compañías que hacen fusiones inversas generalmente consiguen de US\$10 a US\$25 millones, considerablemente menos que las ofertas públicas de ventas, que pueden conseguir de US\$20 a US\$300 millones”.

Pero no siempre es bueno cotizar en Bolsa y por eso muchas compañías se mantienen privadas o se privatizan después de haberse cotizado. Cada ventaja tiene su inconveniente. Primero, lleve la información completa a la SEC (Securities and Exchange Commission). Las buenas noticias se saben rápido, pero también las malas. Divulgar la información de su empresa a la SEC significa que está disponible a todo el que la quiera estudiar, incluso sus competidores. Segundo, las opciones de acciones y “ver el teletipo” pueden desviar los incentivos hacia resultados a corto plazo, y propiciar la codicia y el fraude (o “Enronomía”). Tercero, cuidado con los tiburones: los abogados de demandas colectivas están siempre rondando a las compañías en Bolsa, esperando ver sangre. Muchos de ellos están atentos a las tendencias de caídas en picada de una acción en Bolsa y luego amenazan con una demanda colectiva a nombre de los accionistas, con la esperanza de llegar a un jugoso acuerdo. Por último, cotizar en Bolsa no es gratis. Sus gastos anuales podrían aumentar hasta en US\$700.000. Además de gastos administrativos adicionales, también pagará los costos de presentación de documentos a la SEC, abogados de la SEC, auditores que supervisen su desempeño y el cumplimiento con la ley Sarbanes-Oxley (SOX), y honorarios de empresas de relaciones públicas (RP) y de relaciones con inversionistas (RI).

¿Es una OPV la mejor forma de hacerlo?

La forma más conocida de cotizar en Bolsa es mediante una oferta pública de venta (OPV). Como su nombre lo dice, la OPV indica la primera vez que las acciones de una compañía se ofrecen a la venta en un mercado de valores conocido, como NASDAQ, la Bolsa de Valores de EE.UU. o la Bolsa de Valores de Nueva York. Sin embargo, las compañías no pueden imprimir certificados de acciones y empezar a venderlas en NASDAQ. Una OPV requiere un garante, por ejemplo, un gran banco de inversiones, que compra las acciones de la compañía ofertante, encuentra quien las compre y maneja toda la transacción. Él gana dinero de la garantía de emisión – la diferencia entre el precio que pagó a la empresa ofertante y el precio que a él le pagan los corredores.

“A los ejecutivos sénior de nuevas compañías en Bolsa: no sean codiciosos”.

Las OPV tienen grandes desventajas. Primero, los garantes sólo están interesados en una compañía en una industria de moda que genere demanda inmediata de sus acciones. Las OPV son costosas – a menudo cuestan varios millones de dólares, sin contar las comisiones de los garantes. Las OPV toman tiempo, usualmente de nueve a doce meses, y requieren una “ventana abierta de OPV”, es decir, los compradores deben estar interesados en nuevas ofertas. Antes del 2000, la ventana estaba abierta de par en par; hoy sólo es una rendija. La ventana se puede abrir y cerrar inesperadamente, y dejarlo con una OPV a medias. El garante puede percibir que el mercado está débil y retirarse o pedir una reducción considerable en el precio de sus acciones antes de la oferta. Por último, una OPV significa alboroto para impresionar a los inversionistas, revisiones exhaustivas y mucho tiempo con los abogados. Estas actividades toman horas valiosas que podría usar para manejar su negocio.

La alternativa de la fusión inversa

Por el contrario, una fusión inversa es más barata, más rápida, no depende de las vicisitudes del mercado de la OPV, necesita menos tiempo ejecutivo, implica menos disolución y no requiere garante. Casi todas las fusiones inversas se hacen por menos de un millón de dólares y, a veces, sólo por US\$200.000 – y usted puede determinar el costo por anticipado. Las fusiones inversas toman de tres a cuatro meses, mucho menos que una OPV. No requieren “ventana” porque se dan en todo tipo de mercados. No hay garante, así que no se pueden cancelar por la repentina timidez de éste. Por lo general, los inversionistas que financian una fusión inversa están interesados en más que un alza inmediata de la acción y por ello están menos preocupados sobre el momento preciso del mercado. Por supuesto que las fusiones inversas tienen desventajas. En general crecen menos que una OPV y requieren más trabajo para generar “respaldo del mercado”. Sin embargo, una fusión inversa podría ser la mejor forma de proceder para usted.

“Si todo en su compañía fuera igual, pero tuviera acciones en Bolsa, ¿estaría mejor?”

¿Cómo funciona una fusión inversa? Su compañía privada se fusiona con una compañía que se cotiza en Bolsa. Esto parece ser como cualquier fusión, como cuando una compañía grande compra a una más pequeña y fusionan sus operaciones. Pero la fusión inversa tiene un giro distinto: la parte “inversa” significa que su compañía privada controla a la compañía en Bolsa y, por tanto, se “abre” al público. La parte anteriormente privada controla a la que ya estaba en la Bolsa. ¿Por qué? Porque en una fusión inversa, la compañía en Bolsa no es precisamente compañía; ni siquiera un negocio real. A menudo es un “cheque en blanco” o “compañía instrumental”, sin operaciones ni activos, salvo, tal vez, dinero en efectivo. A veces, esta compañía nominal se crea sólo con el propósito de fusión inversa con una compañía privada.

Cómo conseguir una compañía instrumental

Por ejemplo, digamos que PrivateBio es una prometedora compañía privada de biotecnología que está probando varios nuevos medicamentos. Quiere cotizar en Bolsa, pero la ventana de la OPV ha estado cerrada desde la debacle del punto-com. ShellCo es una empresa fabricante de palillos de dientes que está en apuros, y cuyas acciones están en el Over-the-Counter Bulletin Board a 75 centavos por acción. ShellCo está cerrando sus operaciones y vendiendo sus activos. PrivateBio se fusiona con ShellCo, toma el control y contrata a una empresa de relaciones con inversionistas para dar a conocer sus productos, ahora con el nombre de ShellCo. La acción de ShellCo sube a medida que los inversionistas ven el mérito de sus productos. En pocos años, se cotiza en NYSE. __ El primer paso en una fusión inversa es encontrar una compañía instrumental con la que poderse fusionar. Hay dos clases de compañías instrumentales: al público, que permanecen después de que el negocio deja de operar, y las creadas especialmente para una fusión inversa (llamadas “cheques en blanco”). ¿Por qué crear una compañía instrumental en vez de usar una compañía extinta? Por el alto costo y la “suciedad” potencial de las compañías instrumentales existentes.

“Verifique todo, verifíquelo dos veces, y nunca suponga que la gente hace lo que supuestamente debe hacer”.

Las fusiones inversas son cada vez más populares, pero no hay suficientes compañías instrumentales. Por eso el precio promedio de las compañías instrumentales se ha triplicado en cinco años. Algunas, cuyas acciones aparecen en el OTC Bulletin Board, valen casi US\$1 millón. Al mercado le gustan especialmente las compañías instrumentales que tienen movimiento en la Bolsa y una base de accionistas, y que entregan informes a la SEC. La cantidad de compañías instrumentales está también limitada, ya que muchas que podrían serlo son “sucias”. La “suciedad” se refiere a defectos ocultos en la compañía instrumental, como litigaciones pendientes, deudas no pagadas, gobernación corporativa inadecuada, falta de presentaciones regulatorias y onerosos contratos con terceros. También podría ser sólo desorden; puede

estar tan desorganizada que no se encuentren los contratos con terceros (por ejemplo, el archivo tiene cinco borradores sin firmar), no se sepa qué documentos ha presentado o no ante la SEC, o no se sabe cuáles son los estatutos de la compañía (hay tres, pero ninguno parece vigente). Por estas razones, las compañías instrumentales, reales o fabricadas, son cada vez más populares, especialmente las compañías de adquisición con propósitos especiales (SPAC, por sus siglas en inglés) y las de Forma 10-SB. Las SPACs tienen activos de por lo menos US\$5 millones o quieren llegar a esa cantidad en una oferta pública después de la fusión. Están dirigidas a una industria específica y tienen un equipo de administración bien enfocado. Además, adoptan reglas restrictivas para proteger a los inversionistas, por lo que son aún más atractivas como vehículos de inversión. Las de Forma 10-SB son similares: compañías sin movimiento bursátil creadas para una fusión inversa y su venta pública posterior. También son poco costosas, sencillas y rápidas. En ambos casos, nacieron impecables.

Cómo llegar al acuerdo

Bien, digamos que ya tiene una compañía instrumental “limpia”. Ahora viene el acuerdo – fusionarse con ella – que generalmente empieza con la “revisión exhaustiva”. Su empresa y la compañía instrumental revisan las finanzas, contratos e historia de la operación de cada una para asegurar que no haya esqueletos en el armario. Luego los abogados redactan un acuerdo de fusión con las “representaciones y garantías” mutuas. Si se requiere aprobación de los accionistas, los abogados también redactan las declaraciones de representación. Crean documentos con respecto al financiamiento, tales como garantías, un acuerdo de compra de valores, un acuerdo de derechos de registro y, a menudo, un memorando de colocación privada (PPM) “totalmente transparente”. Generalmente, el Consejo de la compañía instrumental cambiará después de la fusión. Esto (no siempre) requiere presentar documentos a la SEC llamados Schedule 14F, que también deben enviarse a los accionistas. La SEC podría solicitar un “informe actual” que contenga estados financieros auditados y otra información sobre la compañía fusionada.

“La canción de Patti LaBelle *New Attitude* sirve de metáfora para aquellos que quieren cotizar en Bolsa mediante fusiones inversas – necesitan una nueva actitud”.

Después de una fusión inversa, la compañía instrumental usualmente cambia de nombre, lo que (una vez más) requiere la aprobación de los accionistas. Por supuesto que esta descripción general deja fuera muchos detalles importantes, incluyendo la reducción o incremento proporcional en la cantidad de acciones, la emisión de nuevas acciones, asuntos de Sarbanes-Oxley, y otras formas de estructurar el acuerdo, como las “fusiones triangulares inversas”. Dada la complejidad de estos acuerdos, es importante asesorarse legalmente, por anticipado, para cada paso del proceso.

Cómo generar respaldo del mercado después del acuerdo

El acuerdo está hecho. Sus acciones al público (muy probablemente) se están negociando en el OTC Bulletin Board o en las Hojas Rosas. Ahora afronta nuevos retos. Primero, tal vez tenga sólo unas cuantas acciones disponibles. Algunas se bloquean por contrato. Las “acciones del propietario” – acciones que pertenecen a usted y a los otros propietarios de su antes privada compañía – no se pueden negociar inmediatamente después de la fusión. Aunque muchas acciones pudieran negociarse, esta gran cantidad de “acciones flotantes” a menudo es propiedad de unas cuantas personas (o sólo una) que tiende a no quererse desprender de ellas de inmediato, para prevenir que la venta cause un desplome del precio de la acción. Segundo, casi todas las compañías aparecen en el OTC Bulletin Board después de una fusión inversa. Como casi ningún analista bursátil abarca compañías OTC, los grandes inversionistas – instituciones, fondos de cobertura – no conocerán su compañía. Tercero, las acciones en el OTC Bulletin Board tienen algunos corredores que “hacen mercado”. Pueden hacerlo para usted, pero también lo hacen para cientos de otras compañías. Por último, las pocas acciones que se negocian posteriores a una fusión inversa a veces se “venden en corto”: un inversionista pide prestada la acción a un corredor y la revende, con la intención de comprarla después, una vez que caiga el precio, y usar las acciones baratas para pagar al corredor. Las ventas en corto pueden hacer que la acción se caiga rápidamente.

“El respaldo de Wall Street debería lograrse a la antigua – ganándose”.

¿Cómo superar estos retos? Primero, piense a largo plazo – 12 a 18 meses posteriores a la fusión. Segundo, contrate a una reconocida empresa de relaciones con inversionistas (RI) que lo elogie ante las empresas de Wall Street, inversionistas institucionales y analistas, y que coordine sesiones de “presentación y bienvenida” en las que pueda promocionar su compañía. Tercero, enfóquese en lo fundamental: haga lo que se propuso hacer – crear una gran compañía con grandes productos que el mercado quiere – y luego asegúrese de que su gente de RI y de RP haga su trabajo. Por último, trate de moverse a NASDAQ, la Bolsa de Valores de EE.UU. o a la “gran pizarra” – NYSE. Cada Bolsa tiene criterios que su compañía debe cumplir, incluido un precio mínimo por acción, el monto de participación de los accionistas y el valor de mercado de las “acciones flotantes”. Tomará tiempo, pero una vez que aparezca en una Bolsa más importante, tendrá aún más acceso a capital.

Sobre los autores

David N. Feldman es abogado de valores, y fundador y socio director de un bufete de abogados en la ciudad de Nueva York. El colaborador **Steven Dresner** es el fundador de una compañía de medios, y el coautor y editor de *PIPEs: A Guide to Private Investments in Public Equity*.
