

La entrada de fondos de inversión en el sector de las telecomunicaciones (y 2)

Raúl L. Katz*
Analista asociado
ENTER

En esta nota (la segunda de dos) se analiza el impacto de la entrada de fondos de inversión en el sector de las telecomunicaciones. En particular, evaluamos las oportunidades y riesgos de esta tendencia en los inversores y los consumidores de servicios de telecomunicaciones.

Introducción

En la nota anterior se analizaron las diferentes etapas y estrategias de entrada de los grupos de inversión privada -*private equity groups*- en el sector de las telecomunicaciones. Corresponde ahora evaluar el impacto de esta entrada en accionistas, usuarios y el sector en general.

En efecto, en primer lugar, la inversión en telecomunicaciones representa un cierto perfil de oportunidad y riesgo para los accionistas de fondos privados. Dados los resultados negativos generados para inversionistas a partir de la bancarrota de un sinnúmero de nuevos entrantes en la etapa de la burbuja de Internet, la evaluación de oportunidades y riesgos de la actual ola de inversión es particularmente importante. En segundo lugar, la toma de control de compañías de telecomunicaciones, concebidas como entidades que brindan un servicio público por parte de fondos de inversión privados plantea una pregunta importante: cuáles son los beneficios y riesgos para los consumidores. En tercer lugar, la discusión pública suscitada después de la compra de Eircom (en Irlanda) y TDC (en Dinamarca) pone sobre el tapete la pregunta de cuál es el impacto de este tipo de transacciones en el ritmo de innovación e inversión de la industria. A continuación, se examina cada uno de estos puntos.

Riesgos y oportunidades para el inversor

En la nota anterior sobre el tema que nos ocupa se definieron cuatro modelos o estrategias desplegadas por los grupos de inversión privada cuando asumen control de una empresa de telecomunicaciones:

- Alto apalancamiento de deuda/ingeniería financiera: la compra del operador es realizada en alianza con el personal gerencial a cargo de la empresa en el momento de la compra.

* El autor es Director de Investigación de Estrategia del Columbia Institute for Tele-Information (EEUU).

Los fondos destinados a la compra son obtenidos mediante el apalancamiento de los activos del operador

- Asociación entre grupo privado y un operador de telecomunicaciones: esta estrategia reciente está basada en la complementariedad de activos del capital privado y la industria. De acuerdo con este modelo, el grupo de inversión contribuye con el capital, mientras que el operador lo hace con su experiencia y capacidades
- Racionalización de la estructura de la industria: esta iniciativa ubica al grupo de inversión privada como agente central en un proceso de consolidación (o *roll-up*). De acuerdo con la misma, el capital privado identifica un sector con condiciones estructurales favorables a la consolidación y mediante la alianza con ejecutivos que tienen experiencia en la integración de operadores, comienza a comprar activos e integrarlos en una compañía que se beneficia de las economías de escala y las eficiencias operativas
- Inversión de corto plazo: en este modelo el grupo de inversión compra un operador de telecomunicaciones con el objetivo de volver a venderlo a corto plazo, una vez que la consolidación del sector ha progresado más allá de la situación en la que se encontraba en el momento de la transacción

A continuación, se detallan cuáles son las oportunidades y riesgos de cada una de estos modelos para el inversor.

Las operaciones de alto apalancamiento de deuda e ingeniería financiera representan una oportunidad extremadamente atractiva para el inversor en la medida en que el apalancamiento de deuda permite la generación de retornos atractivos a corto plazo en términos de pago de dividendos especiales, exenciones impositivas, ventas de activos, y, si es posible, reducción de costes operativos recurrentes. Este fue el caso de TDC donde un dividendo especial a los accio-

nistas fue financiado por reservas de caja, deuda adicional y venta de activos. Entre las ventas de activos se puede mencionar la venta de todas las operaciones internacionales de la empresa¹, así como la venta de un número importante de propiedades inmuebles, posteriormente alquiladas a los nuevos propietarios (operaciones llamadas *sales/lease back*). Más allá de estas transacciones, las operaciones de alto apalancamiento de deuda, en la medida en que éstas pueden llegar a ser efectivas privatizaciones (donde la acción deja de cotizarse en bolsa) pueden tener otro efecto beneficioso para el inversor en la medida en que sacan a los ejecutivos de la firma del círculo, a veces vicioso, de tener que tomar decisiones gerenciales con la vista puesta en el valor de la acción (fenómeno llamado 'cortoplacismo') y no en términos de los beneficios a largo plazo.

Ahora, si bien es cierto que las oportunidades de estas transacciones pueden ser elevadas, el hecho es también que éstas representan elevados riesgos al inversor. Por ejemplo, el problema más claro es el aumento en los costes de servicio del paquete de deuda asumido por la empresa. Como se mostró en la primera nota de esta serie, la deuda neta con relación al EBITDA de Eircom se elevó de 1 en el 2000 a 6.9 en el 2006, alcanzando una tasa de apalancamiento de 80 por 100 del capital a una tasa de interés superior al

1. Deuda neta / EBITDA comparada 2007

Operador	Deuda Neta / EBITDA
Telenor	1,32
British Telecom	1,63
Deutsche Telekom	1,96
Telefónica	1,97
France Telecom	2,07
Portugal Telecom	2,43
Telecom Italia	2,90
TDC	5,1
Eircom	6,9

Fuente: Bear Stearns (2007), análisis del autor

¹ Entre ellas, ya se han concretado las ventas de One, el tercer operador móvil en Austria, y Talkline en Alemania.

8 por 100. En el caso de TDC, la deuda neta al EBITDA alcanza el 5.1 por 100 este año, y la tasa de apalancamiento es de 94 por 100 del capital. La comparación de estas tasas con aquéllas de otros operadores europeos muestra los riesgos que los inversores en TDC y Eircom están asumiendo (ver figura 1).

Con el tipo de ratios de TDC y Eircom, no resulta difícil concluir lo complicado que puede resultar para una empresa generar los flujos de caja suficientes para pagar el servicio de deuda y mantener una inversión de capital adecuada. La reacción lógica desde este punto de vista es la refinanciación del paquete de deuda, posponiendo la mayor parte de los pagos hacia el futuro (términos denominados *bullet* o *balloon*). Sin embargo, mientras que esta estrategia reduce el servicio a corto plazo, puede llegar a impactar negativamente el atractivo de la empresa para futuros inversores y, por lo tanto, restringir las opciones de salida.

La combinación del elevamiento de la tasa de apalancamiento con la desinversión de activos resulta en un incremento del riesgo al inversor en la medida en que la estrategia de salida (término que define el momento en que el grupo de inversión decide vender la empresa por medio de una transacción pública o privada) puede presentar ciertas complicaciones. En efecto, se trataría en ese momento de vender una empresa que ha sido sustancialmente reducida en sus dimensiones con un nivel de deuda importante. La pregunta es: ¿cuál es el atractivo de este activo para inversores potenciales? Con esa complicación, el precio de salida podría no ser atractivo, lo que reduce el valor de la oportunidad a largo plazo.

En cuanto al segundo modelo, la asociación entre el grupo de inversión y el operador de telecomunicaciones, las oportunidades también pueden ser altas. En primer lugar, esta operación representa una excelente combinación de activos y capacidades: el

grupo inversor contribuye con los recursos financieros, el operador de telecomunicaciones aporta su capacidad gerencial, y, en ciertos casos, su poder de marca. Esta combinación es ventajosa en dos aspectos: permite al operador de telecomunicaciones reducir su compromiso financiero, al mismo tiempo que ayuda al grupo inversor a tomar control de la empresa con personal gerencial cualificado². En segundo lugar, la oportunidad es particularmente atractiva para el operador de telecomunicaciones en la medida en que éste incrementa las opciones reales de la inversión: en efecto, al final de los cinco años (o el que sea determinado como horizonte de la inversión) el operador puede decidir vender (como lo haría el grupo inversor) o puede comprarle a su socio la participación, asumiendo el control total de la empresa. El perfil de riesgo de este modelo es moderado, sobre todo para el operador de telecomunicaciones, en la medida en que el total del riesgo financiero es asumido por el grupo inversor, mientras que la combinación de capacidades y recursos ayuda, en cierta medida, a controlar el riesgo operacional.

El tercer modelo, racionalización de la estructura de la industria, representa una oportunidad moderada para el inversor. En primer lugar, tal como se mencionó en la primera nota, ésta depende de la localización de sectores de la industria donde existan posibilidades favorables para una consolidación. En este sentido, el ejemplo de la industria de comunicaciones locales rurales en los Estados Unidos es paradigmático. Otros casos podrían ser sectores de la industria de comunicaciones móviles. La subasta de espectro y asignación de licencias móviles en muchos países ha resultado inicialmente en la creación de estructuras industriales extremadamente fragmentadas³, lo que ha dado oportunidad a inversores para consolidar el número de compañías. Por lo tanto, si se trata de industrias ya consolidadas, la oportunidad de llevar adelante un *roll-up* no es atractiva. Desde el punto de vista del ries-

² Este aspecto no debe ser menospreciado sobre todo cuando uno observa, por ejemplo, que los miembros del directorio de TDC no tienen experiencia en la industria.

³ Ver el caso de las industrias móviles en Brasil y México en sus orígenes.

go al inversionista, este modelo muestra un perfil bajo. En efecto, consideramos que el riesgo fundamental en este tipo de inversión es que el equipo gerencial encargado de administrar los activos, pero sobre todo, llevar adelante la integración de las compañías adquiridas, no posea la experiencia y calificaciones adecuadas. Como es bien sabido, una de las principales razones por las cuales la fusión de compañías fracasa se debe a procesos de integración inadecuados. Sin negar que éste es un factor importante en la determinación del riesgo de esta inversión, es también pertinente mencionar que dado lo avanzado que está el proceso de consolidación de la industria de telecomunicaciones, no sería difícil localizar personal gerencial con la experiencia adecuada.

Finalmente, el cuarto modelo -la inversión de corto plazo- representa, a nuestro entender, un perfil de oportunidad bajo. El hecho de que estas transacciones se presenten al grupo inversor es el resultado de que ningún inversor estratégico -una empresa de telecomunicaciones- desee invertir. La diferencia entre este modelo y el primero, alto apalancamiento, es que en este caso estamos considerando compañías bien administradas, donde los activos no estratégicos ya han sido vendidos y en las cuales las posibilidades de reducir costes son limitadas. En consecuencia, si no se decide elevar el nivel de apalancamiento de deuda, las oportunidades de realizar una inversión atractiva son reducidas. Esto es aún más difícil si el grupo inversor ha sobrepagado por el activo. Un caso paradigmático en este sentido es la compra de la compañía de servicios móviles en Estados Unidos, Alltel, por parte de un grupo inversor compuesto por Texas Pacific y Goldman Sachs. El precio de compra (24.700 millones USD) de una empresa que, de acuerdo con todos los analistas, está bien administrada plantea la pregunta de cuál será la estrategia para crear valor para el grupo inversor. El riesgo de este tipo de inversiones puede ser moderado. Por ejemplo, en la medida en que el proceso de consolidación está relativamente avanzado en la industria, la pregunta que corresponde plantearse es quién podría ser el comprador de la empresa en el momento de acti-

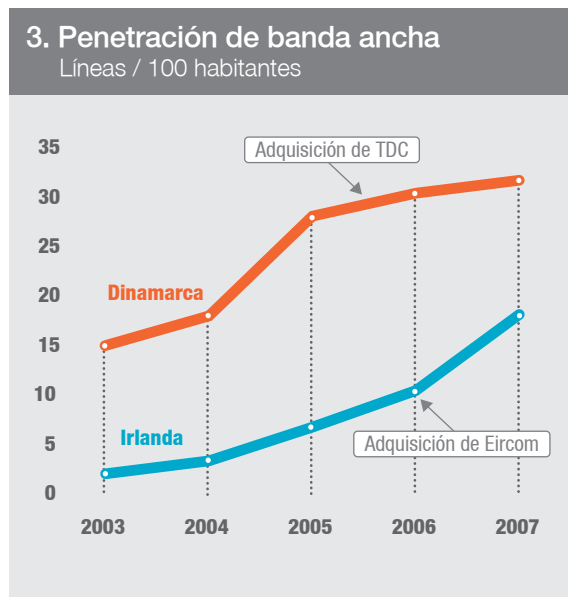
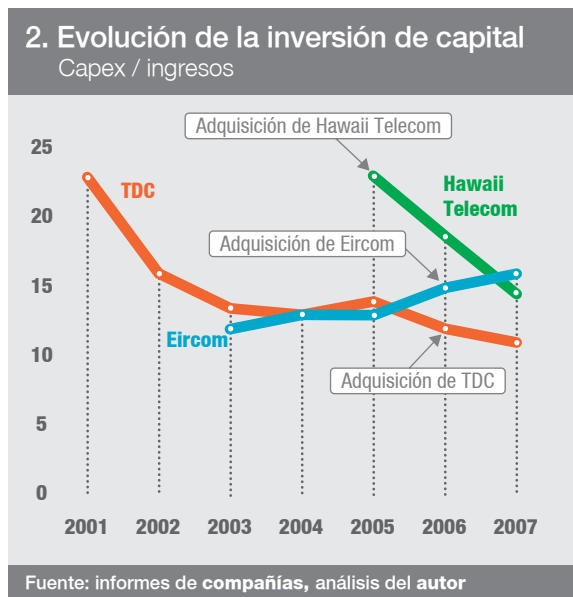
var la salida. De manera más general, en una industria que comienza a mostrar los parámetros clásicos de ciclicidad donde alternan periodos expansivos y recesivos, este modelo de inversión puede ser extremadamente arriesgado si el grupo inversor decide poner la empresa en venta en una etapa de contracción.

A continuación, se realizará el mismo análisis de oportunidades y riesgos, pero aplicado a los usuarios.

Riesgos y oportunidades para el usuario

El primer modelo -alto apalancamiento de deuda e ingeniería financiera- presenta reducidas oportunidades y altos riesgos para el usuario. Desde el punto de vista de las oportunidades, las numerosas operaciones de ventas de activos, reducción de costes y reestructuración gerencial pueden ejercer una presión en el personal gerencial llevándolo a perder de vista uno de sus objetivos fundamentales, que es la administración de las operaciones de la empresa y la entrega de un servicio de alta calidad. Este problema puede llegar a magnificarse en el caso de que, dada la reestructuración del capital de la empresa, el regulador pierda todo poder de influencia, supervisión y control de servicios. Un ejemplo de esta situación podría ser el de Eircom, donde la propiedad de la empresa reside en un inversor financiero en las islas de Grand Cayman en el Caribe.

Los riesgos del modelo de inversión de alto apalancamiento también podrían representar un alto riesgo para los usuarios. En primer lugar, el alto apalancamiento de deuda podría resultar en una reducción en la tasa de inversión e innovación en la medida en que los costes de servicio de deuda agotan la disponibilidad de flujo de caja destinado a desplegar nuevas tecnologías y servicios. Por otra parte, el alto apalancamiento de deuda limita las posibilidades de fondeo en base a otros métodos de financiamiento. Cabe establecer, sin embargo, que hasta ahora el impacto de este tipo de transaccio-



nes en volumen de inversión (medida sobre la base del capex como porcentaje de ingresos) e innovación (medida ésta mediante la tasa de penetración de banda ancha) no ha sido hasta ahora significativamente negativa (ver figuras 2 y 3).

Si bien es cierto que la inversión de capital de TDC y Eircom ha disminuido, esta tendencia no es drásticamente diferente a la registrada por otros operadores de la región. De manera similar, la banda ancha ha continuado su despliegue de manera acelerada en los últimos dos años en ambos países, lo que podría ayudar a sustentar la hipótesis de que el impacto en las transacciones de alto apalancamiento de deuda no sería tan negativo. Teóricamente, esto podría explicarse en términos de que, más allá de la presión financiera que estas empresas están experimentando, los ejecutivos de las mismas se comportarían de manera similar a los de operadores en manos públicas, que tienen dos objetivos primordiales: limitar la inversión a lo estrictamente necesario, pero invertir en aquellos negocios que son susceptibles de generar ingresos importantes.

Otros dos riesgos para los usuarios de este modelo son los determinados por una política irreflexiva de venta de activos (para generar retornos en el corto plazo) y la reducción en las contribuciones a los fondos

de telefonía universal. En el primer efecto, nuestra hipótesis está sustentada en el hecho de que la venta de activos puede reducir los beneficios derivados de la integración vertical que tiene una industria de altos costos de capital como las telecomunicaciones. Esto no afectaría probablemente la venta de negocios internacionales, que como bien observó el Presidente de TDC no presentan muchas sinergias con la unidad doméstica. Pero sí podría afectar al negocio la venta de páginas amarillas que provee una fuente estable de flujo de caja capaz de estabilizar la volatilidad de ingresos en otros negocios. Como se sabe, los fondos de inversión tienden a vender este negocio rápidamente una vez tomada posesión de la empresa precisamente por la posibilidad de generar un retorno rápido⁴. Con respecto al segundo efecto, la presión financiera podría resultar en el pedido de los accionistas para que se reduzca su contribución.

El segundo modelo de inversión, la asociación entre el grupo de inversión y el operador de telecomunicaciones, representa alta oportunidad y bajos riesgos. Con respecto a las oportunidades, se observa la oportunidad de la compañía adquirida de acceder a la experiencia y línea de servicios de uno de los miembros del grupo adquirente. Por otra parte, el único riesgo a ser considerado es el de la turbulencia que podría ser creada

⁴ Ver ventas del negocio de paginas amarillas de Hawaii telcom y de Windstream

dentro del estamento gerencial de la empresa como consecuencia del cambio de accionistas. Sin embargo, pese a que éste puede ser real, consideramos que no contribuye a incrementar el perfil de riesgo para consumidores de manera sustancial.

De manera similar, el perfil del tercer modelo, racionalización de la estructura de la industria, es de alta oportunidad y bajo riesgo para consumidores. Desde el punto de vista de las oportunidades, vemos el acceso a nuevos productos y servicios y cambio de una cultura de compañía pequeña (en algunos casos de propiedad familiar) a una cultura de empresa (con todo lo que implica en términos de formalización de procesos). Desde el punto de riesgos a los consumidores, observamos la disrupción de operaciones como resultado de la integración de compañías. Como mencionamos arriba, consideramos que, pese a que este riesgo es real, existe suficiente talento y experiencia en la industria para minimizar sus secuelas.

Finalmente, con respecto al último modelo, inversión de corto plazo, se puede considerar que desde el punto de vista de oportunidades para los usuarios su valor es neutro pero que

éste conlleva un cierto riesgo de reducción de inversión de capital e innovación.

Conclusión

En resumen, el perfil de oportunidades y riesgos tanto para grupos inversores como usuarios varía de acuerdo al modelo y estrategia seguido por el grupo inversor (ver figura 4).

La figura 4 resume el análisis presentado arriba y ayuda a concluir que, desde el punto de vista de los criterios combinados de inversores y usuarios, las estrategias de compra 2 (asociación entre grupo de inversión y operador de telecomunicaciones) y 3 (racionalización de estructura del mercado) son las más atractivas. Por otra parte el modelo 1 (alto apalancamiento de deuda) es atractivo en términos de oportunidades para el inversor (sobre todo en el corto plazo) pero representa riesgos en términos de estrategia de salida. Para el usuario, el modelo 1 conlleva bajas oportunidades y altos riesgos. El modelo 4 (inversión de corto plazo) es altamente arriesgado para el inversor y no representa beneficios para el usuario

4. Evaluación de riesgos y oportunidades

	INVERSIONISTAS		USUARIOS	
	Oportunidades	Riesgos	Oportunidades	Riesgos
1. Alto apalancamiento de deuda	Alto	Alto	Bajo	Alto
2. Colaboración teleco - grupo inversor	Alto	Bajo	Alto	Bajo
3. Nacionalización de estructura de la industria	Moderado	Bajo	Alto	Bajo
4. Inversión de corto plazo	Bajo	Moderado	Neutro	Bajo