

Hace algunos meses, JP Morgan se reunió con diferentes inversionistas. No era un *road show* propiamente tal, sino más bien una reunión informativa. Fue básicamente un encuentro para mostrar el estado de Latam Airlines. Era la antesala de una decisión que sonaba fuerte en el mercado y que ya habían deslizado sus directivos: la compañía volvería a listar ADR en EE.UU, luego que a mediados de 2020 dejara de transar en la plaza norteamericana. Y tras un primer intento en 2022, cuando presentaron un prospecto a la Security Exchange Commission (SEC) donde apuntaban a volver ese año —se lee en el documento— y que luego fue retirado en agosto de 2023.

En abril pasado, la empresa finalmente comunicó: "El directorio de la sociedad aprobó dar inicio al proceso para volver a abrir y listar los ADRs de la sociedad en la Bolsa de Valores de Nueva York". Y en mayo entregó un dato adicional: "Con la convicción de que una venta secundaria, de ocurrir, podría redundar en una mayor liquidez del programa, y por tanto, hacer más efectivo el Reliste del Programa de ADR, Latam exploró con ciertos acreedores (...) si acaso ellos estarían interesados en principio en considerar una posible venta secundaria de parte de su participación accionaria en la compañía". Si bien a dicha fecha los fondos no habían adoptado una decisión, sí confirmaron su interés preliminar. Todo dependería de las condiciones del reliste y del mercado.

Los principales fondos internacionales que ingresaron a la compañía luego de su reorganización financiera fueron Sixth Street Partners con 27,91%, y Strategic Value Partners con 16%. Ellos tendrían la manija del proceso, concuerdan en el mercado.

Hoy, se estima que el banco que estaría liderando la vuelta de Latam a EE.UU. es JP Morgan —tal como ha trabajado con la compañía en otros procesos—, aunque tradicionalmente participan dos o tres entidades internacionales. Además, comúnmente hay un *player* local o regional. Fuentes de la plaza apuntan a BTG como probable líder desde este lado del mundo, dado que es el más grande de América Latina, con liderazgo en Brasil.

Todos los contactados coinciden en que detrás de esta venta secundaria está al final la posibilidad de que los antiguos controladores vuelvan a tener la mayoría.

Actualmente, la familia Cueto tiene un 5%, y Delta y Qatar, 10% cada uno. Fuentes al tanto aseguran que lo que se espera es que los Cueto aumenten a 7%-10%, para lo cual estarían analizando financiamiento; Qatar se mantenga en 10%, y que la gran apuesta venga del lado de Delta. Esta última aerolínea se considera el comprador natural. Tiene un *joint venture* con la empresa hace más de un año; cuando lo firmaron fue justamente porque la norteamericana quería aumentar su presencia en el continente. En 2019 había adquirido 20% de Latam en US\$ 1.900 millones, cuando la acción valía \$8.000. Tras la reorganización adquirió un 10%, y ahora hay varios cercanos que creen que querrá volver a ese 20%.

Ya hay ciertas definiciones. No habrá un libro local; todo será en EE.UU., lo que limita a los actores nacionales que puedan participar. La regulación es exigente, quienes quieran ir tienen que colocar con el banco que está impulsando el *deal*, tener cuenta allá, etc. Además, la decisión de Latam de relistarse en EE.UU. es justamente para acceder a un mercado más profundo, y por lo tanto, conseguir mejor precio. Por eso, no son muchos los nacionales que podrían suscribir, más allá de las AFP y unos tres fondos grandes.

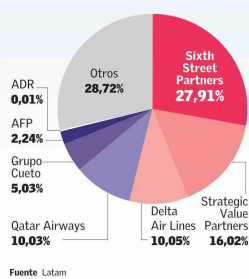
"Los compradores naturales son los antiguos controladores, y la duda está en si se sumará un *player* grande", destacan en el sector.

Los antiguos dueños de la firma ven como positivo el rol que jugaron los fondos. Si bien la negociación del *chapter* fue dura, han sido un aporte en la gestión, especialmente financiera. Sin embargo, eso no quita que sean inversionistas "más golondrinas" y que hoy los Cueto, Delta y Qatar quieran definir la estrategia de la empresa más a largo plazo.

Sale el primer fondo

Quienes concurrieron al rescate de la compañía, cuando en 2020 y tras una pro-

Propiedad de Latam a diciembre



Evolución de la acción de Latam



Sculptor Capital ya vendió gran parte de su participación:

La "manija" de los fondos extranjeros que condiciona EL RETORNO DE LATAM A LA BOLSA DE EE.UU.

En el mercado coinciden en que será "la operación" del año. El relistamiento en el NYSE no debería tener problemas regulatorios, la dificultad vendría por el precio que quieren los fondos —hoy controladores de la compañía— para vender. La acción va en alza, sus proyecciones son auspiciosas, por ende, el "ticket" de salida no sería menor. • MARÍA JOSÉ TAPIA



funda crisis financiera derivada del covid-19 entró en reorganización vía *Chapter 11*, fueron los fondos extranjeros. La mayoría de ellos busca empresas quebradas para inyectarles recursos y generar alta rentabilidad. Si bien los más grandes en la aerolínea son Sixth Street Partners y Strategic Value Partners, está también Sculptor Capital.

En el mercado financiero cuentan que cuando la acción de la compañía llegó a \$7, el año pasado, los fondos consideraron cumplido el retorno. Sin embargo, los más grandes vieron que la compañía seguía al alza, y que todos los indicadores eran más positivos que lo previsto.

En ese escenario, no se apuraron... salvo uno que se descolgó. Sculptor Capital vendió a mediados de 2023 gran parte de su participación. Pasó de 6,52% a 2,48%.

Ante el favorable escenario, las AFP elevaron su apuesta. En junio del 2023 solo Cuprum estaba en la propiedad con US\$ 58 millones. En septiembre se sumaron Habitat, Planvital y Uno. Y a fin de año entró Modelo. Los fondos de pensiones saltaron de US\$ 58 millones a US\$ 153,75 millones en marzo de 2024. Actualmente, controlan 2,16% de su propiedad.

Un experto de la plaza explica que cuando la acción estaba a \$7, la distancia era me-

nor entre el valor a colocar las acciones versus lo que los fondos querían recaudar, de los actuales \$12 por papel y subiendo. "Los que quieren vender quieren vender caro, y al revés", dice un experto.

Hoy es la principal dificultad. De hecho, cuando Latam Airlines presentó el documento a la SEC en 2022 para volver a listarse en 2023 como "LTM", justamente —dicen entendidos— era por un cierto interés de los fondos por vender. Definía a los vendedores como entidades que adquirieron acciones ordinarias tras la conversión de los nuevos bonos convertibles. Finalmente, retiraron el documento. Sculptor Capital se desligó y vendió.

Analistas coinciden en que para que los Cueto, Delta y Qatar vuelvan a tener una posición mayoritaria, los dos principales fondos deberían desprenderse de un 10% de su participación. Ello permitiría a los ex-controladores llegar al 35%, y que los vendedores caigan a 33,93%. Un banco de inversión estima esa operación en cerca de US\$ 800 millones, lo que la convertiría por lejos en la más importante del año.

Según el documento presentado por Latam a la SEC en 2022, relistarse debe ser por un mínimo de US\$ 200 millones; luego pueden ir haciendo paquetes por un piso de US\$ 100 millones cada uno.

Se estima que ese monto exigido se logra vendiendo 2,5%, lo que podría ser el piso. Credicorp, no obstante, ha proyectado que será entre 10% y 20% de la compañía.

El ADR es un certificado que representa un número determinado de acciones. Y por lo tanto, se esperaría que la diferencia entre el precio de la acción en Chile y en Estados Unidos no sea mucho. Pero —explican— hay factores que pueden influir. Cuando se hace una oferta secundaria, el *underwriter* o banco colocador abre un libro y cruza oferta con demanda para determinar precio.

El documento de 2022 lo señalaba: "Los ADR podrán venderse en una o varias operaciones a precios fijos, a los precios de mercado vigentes en el momento de la venta, a precios variables determinados en el momento de la venta o a precios negociados en privado", se lee.

"El diálogo se da fundamentalmente entre los accionistas representados por su *underwriter* y el mercado norteamericano", dice un abogado conocedor de la materia.

Es que luego de la inscripción, JP Morgan deberá hacer un *road show* con posibles inversionistas para armar un libro. "Los fondos no tienen apuro, y ahí está el problema. Quieren vender a buen precio porque saben el potencial de la acción", señala un analista.

Y es que si bien el contexto se ha complejizado sobre todo por la depreciación del real en Brasil —mercado que representa más de un tercio de su operación—, sus supuestos son ambiciosos. Tal como lo señaló un informe de Fitch en mayo, la industria aeronáutica es intrínsecamente riesgosa, un negocio cíclico e intensivo en capital, con diversos retos estructurales y propenso a las perturbaciones exógenas.

Sin embargo, Latam está hoy en buen pie. Un analista lo resume así: "A diferencia de otras aerolíneas, entró al *Chapter 11* en el momento indicado, pudo fortalecerse financieramente en momentos que otras compañías decaían". Por eso pudo ir tomando posiciones en una industria donde la demanda por volar ha ido en aumento, y las barreras de entrada para nuevos actores han subido. Los dos proveedores de aviones —Airbus y Boeing— están complicados, hay escasez de aviones, con atrasos en entregas relevantes. En ese panorama Latam corre con ventaja. "Hay muchas aerolíneas que no pueden expandirse y aprovechar la oportunidad", subrayan.

En marzo, la compañía reportó utilidades por US\$ 258 millones, el doble que hace un año, con un avance de 18% en sus ingresos. Y las apuestas son que el valor del papel llegue a \$16 a fin de año.

"Los *head funds* no quieren que se les desplome el precio; quieren salir con la mayor liquidez posible. Y es en ese punto donde debe estar la negociación: cuánto vender", apuesta el mercado. Lo que hace altamente probable que no sea un paquete, sino varios en el tiempo. "Esto puede durar un año", señala un conocedor.

Abogados, sin embargo, señalan que la venta secundaria generalmente se hace de una sola vez.

Fuentes que han hablado con la firma aseguran que inicialmente la idea era inscribirse antes del verano norteamericano, en agosto; ahora apuntarían más hacia septiembre para entregar nuevos detalles. Y concretar todo hacia fin de año. "Esto no se juega tanto en el proceso regulatorio de inscripción, sino en el testeado de mercado, en asegurarse que el mercado le crea a una línea aérea que pasó por una reorganización", dice un abogado. "La negociación con los fondos será la más gravitante", añade un conocedor.