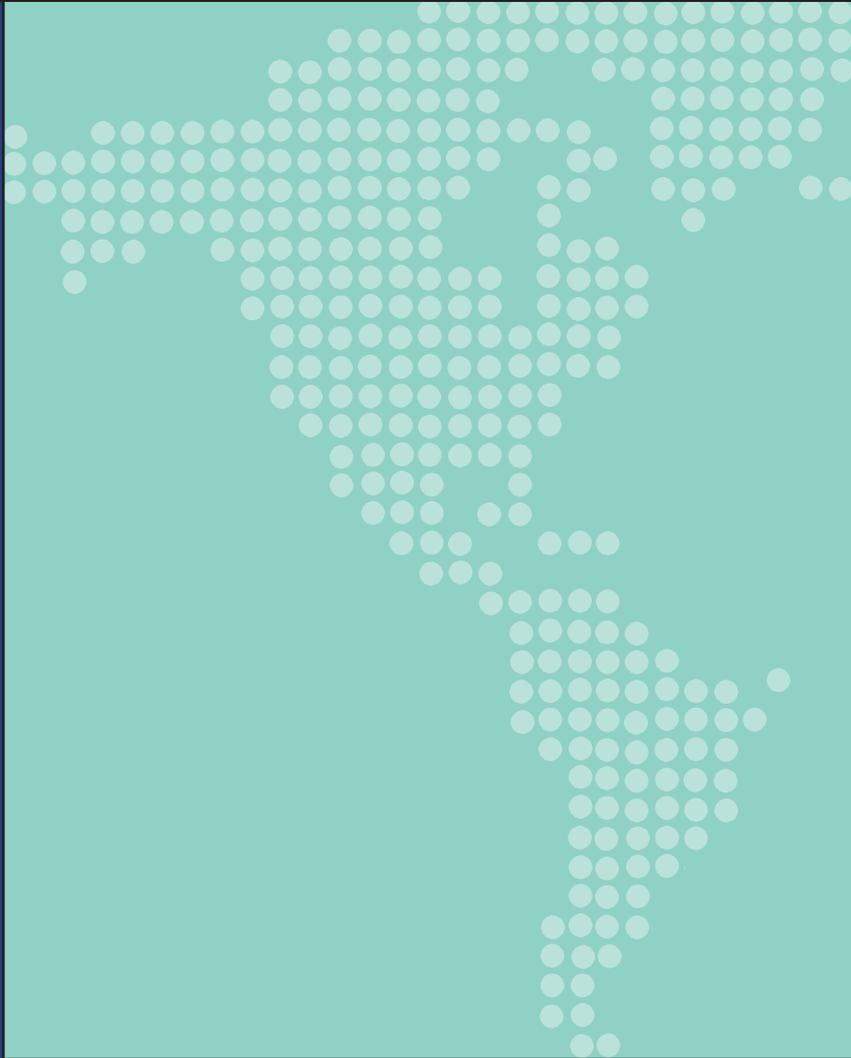




Estructura alternativa de financiamiento de medianas empresas a través del mercado de valores peruano

Alfredo Mendiola
Carlos Aguirre
Paola Campos
Grover Cuadros
David Lodwig
Miriam Regis



Estructura alternativa de financiamiento de medianas empresas a través del mercado de valores peruano

**Estructura alternativa de financiamiento
de medianas empresas
a través del mercado de valores peruano**

Alfredo Mendiola • Carlos Aguirre • Paola Campos
Grover Cuadros • David Lodwig • Miriam Regis

ESAN/Cendoc

MENDIOLA, Alfredo; AGUIRRE, Carlos; CAMPOS, Paola; CUADROS, Grover;
LODWIG, David ; REGIS, Miriam

Estructura alternativa de financiamiento de medianas empresas a través del mercado de valores peruano. – Lima : Universidad ESAN, 2016. – 175 p. – (Serie Gerencia para el Desarrollo; 54)

FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS / EMPRESAS MEDIANAS / MERCADO
FINANCIERO / ESTUDIOS DE CASOS / PERÚ

HD2341 M45

ISBN 978-612-4110-49-8

**Estructura alternativa de financiamiento de medianas empresas a través del
mercado de valores peruano**

Serie Gerencia para el Desarrollo 54
ISSN de la serie: 2078-7979

© Alfredo Mendiola, Carlos Aguirre, Paola Campos, Grover Cuadros, David Lodwig,
Miriam Regis, 2016

© Universidad ESAN, 2016
Av. Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú
www.esan.edu.pe esanediciones@esan.edu.pe

Primera edición
Lima, febrero del 2016
Tiraje: 80 ejemplares

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N.º 2016-02050

DIRECCIÓN EDITORIAL
Ada Ampuero

CORRECCIÓN TÉCNICA Y EDICIÓN
Juan Carlos Soto

CORRECCIÓN DE ESTILO
Óscar Carrasco

DISEÑO DE CARÁTULA
Alexander Forsyth

DISEÑO DE INTERIORES Y DIAGRAMACIÓN
Blanca Peirano

IMPRESIÓN
Cecosami Prerensa e Impresión Digital S. A.
Calle Los Plateros 142, Ate
Lima, Perú
Impreso en el Perú / *Printed in Peru*

Índice

Introducción	13
Capítulo 1. Marco conceptual y contexto en los países emergentes	17
1. Clasificación de las pequeñas y medianas empresas	17
1.1. Por exposición al sistema financiero	17
1.2. Por ventas y número de trabajadores	18
1.3. Según el <i>Top 10,000</i>	18
2. Situación actual del sector pymes	19
3. Los mercados financieros y sus participantes	20
3.1. Inversionistas	21
3.2. Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)	22
3.3. Bolsa de Valores de Lima (BVL)	23
3.4. Sociedad Agente de Bolsa (SAB)	23
3.5. Registro Central de Valores y Liquidaciones (Cavali)	23
3.6. Clasificadoras de riesgo	24
4. Situación actual del mercado de capitales peruano	24
4.1. Mercado primario	24
4.2. Mercado secundario	31
5. Los fideicomisos y sus características	31
6. La titulización de activos	32
7. La integración financiera entre empresas en países emergentes	33
7.1. National Bank for Agriculture and Rural Development (NABARD)	35
7.2. Bangiya Gramin Vikash Bank	35
7.3. SKS Microfinance	35

7.4. Equity Bank Kenya	36
7.5. Banco Compartamos	36
8. Los programas gubernamentales y la banca de desarrollo	37
8.1. La Corporación Financiera de Desarrollo S.A. (Cofide)	38
8.2. Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES)	38
8.3. Nacional Financiera (Nafinsa)	38
Capítulo 2. Marco legal del mercado alternativo de valores (MAV) en el Perú	41
1. Mercado Alternativo de Valores (MAV)	41
2. Inversiones de las AFP en el Perú	42
3. Inversiones de los fondos mutuos en el Perú	43
4. Inversiones de los fondos de inversión en el Perú	43
5. Los procesos de titulización en el Perú	44
Capítulo 3. Problemática e identificación de los elementos clave para diseñar una solución a través de la metodología de los factores críticos de éxito	47
1. Las alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas	47
1.1. El autofinanciamiento	49
1.2. Financiamiento de los proveedores	49
1.3. Los préstamos informales	49
1.4. El sistema financiero bancario	50
1.5. El sistema financiero no bancario	51
1.6. El <i>factoring</i>	51
1.7. Capital de riesgo	52
1.8. Capital privado	53
1.9. El mercado alternativo de valores	54
2. La accesibilidad al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en América Latina	57
3. Las condiciones actuales de financiamiento del sistema financiero peruano	59
4. Caso de Compass Fondo de Inversión para Pymes	67
4.1. Descripción	67
4.2. Características	67
4.3. Operatividad	68

4.4. Clasificación y aprendizaje	69
5. Caso de la emisión sindicada de Bonos Corona	69
5.1. Descripción	69
5.2. Características	70
5.3. Operatividad	71
5.4. Clasificación y aprendizaje	72
6. Caso de los bonos titulizados de Wong & Metro	73
6.1. Descripción	73
6.2. Características	73
6.3. Operatividad	74
6.4. Estructura de la titulización	74
6.5. Clasificación y aprendizaje	75
7. Caso de los bonos titulizados de Los Portales S.A.	77
7.1. Descripción	77
7.2. Características	77
7.3. Operatividad	78
7.4. Estructura de la titulización	78
7.5. Clasificación y aprendizaje	80
8. Entrevistas con expertos	80
9. Los factores críticos de éxito identificados	81
Capítulo 4. Estructura de la propuesta alternativa	97
1. Descripción, diseño de la estructura propuesta y participantes	97
1.1. Medianas empresas	100
1.2. Gran empresa	100
1.3. <i>Controller</i>	101
1.4. Sociedad titulizadora	101
1.5. Fiduciario	103
1.6. Mejorador	103
1.7. Representante de los obligacionistas	105
1.8. Clasificadoras de riesgo	105
1.9. Autoridades competentes	106
2. Escenarios ante una situación de incumplimiento de una mediana empresa	106
2.1. Escenario 1: incumplimiento temporal por una situación coyuntural	106

2.2. Escenario 2: incumplimiento permanente	107
3. Características de las empresas y su oferta potencial	108
3.1. Objetivo del financiamiento	110
3.2. Asociatividad	110
4. La demanda potencial	111
4.1. Los inversionistas potenciales	111
4.2. Restricciones de los inversionistas	112
5. Características potenciales de la emisión	113
5.1. Resguardos financieros	114
5.2. Estructura de las cuentas	115
6. Análisis e identificación de riesgos	116
6.1. Riesgo de crédito	116
6.2. Riesgos operativos	116
6.3. Riesgo de mercado	117
7. Evaluación y tratamiento de los riesgos	117
8. El análisis FODA	120
Capítulo 5. Análisis de los potenciales beneficios de la propuesta	123
1. Beneficios cualitativos para las medianas empresas	123
1.1. Mayor presencia en el mercado	124
1.2. Señal de mejor gobierno corporativo	124
1.3. Impacto en una venta de negocio	124
1.4. Diversificación de fuentes de financiamiento	124
1.5. Mayor competitividad y experiencia en el mercado de valores	125
2. Beneficios cualitativos para los inversionistas	125
3. Beneficios cualitativos para la gran empresa	125
4. Beneficios cualitativos para el Mercado de Valores	126
5. Análisis cuantitativo del beneficio potencial	126
5.1. Datos generales de la emisión	127
5.2. Costos de la emisión	127
5.3. Flujo de caja para el inversionista	129
5.4. Flujo de caja para los originadores	129
5.5. Análisis de ratios	131
5.6. Análisis de sensibilidad	131

Conclusiones y recomendaciones	141
1. Conclusiones	141
2. Recomendaciones	145
Bibliografía	147
Glosario de siglas y acrónimos	155
Anexos	159
1. Lista de las sociedades agentes de bolsa y clasificadoras de riesgo en el Perú	161
2. Evolución de los índices base del prospecto de emisión de Bonos Corona	162
3. Consideraciones previas para ingresar al mercado de capitales	164
4. Potenciales grandes empresas participantes en la estructura	166
5. Información económica de la emisión	168
Sobre los autores	173

Introducción

En vista de la alta cantidad de empleos que generan, las pequeñas y medianas empresas (pymes) constituyen uno de los principales motores para la creación de valor y desarrollo en la economía peruana. Una de las mayores restricciones que enfrentan es la dificultad de obtener financiamiento a mediano y largo plazo destinado a la inversión, puesto que la mayoría de alternativas actualmente disponibles son costosas o están diseñadas para resolver necesidades de liquidez a corto plazo. Esto las somete a una elevada presión financiera, lo cual reduce su velocidad de crecimiento.

Debido a ello, en junio del 2012, la Bolsa de Valores de Lima creó el Mercado Alternativo de Valores (MAV), constituido principalmente como una plataforma de ayuda a las pymes del Perú que buscaban acceder a nuevas fuentes de financiamiento. Sin embargo, hasta mayo del 2014, los esfuerzos realizados no habían tenido un impacto real en este segmento, puesto que solo tres empresas habían realizado emisiones a través del MAV: Chavín de Huántar, Jaime Rojas y Tritón. Aunque lograron ingresar a este nuevo mercado, lo hicieron emitiendo solamente activos financieros de corto plazo, mas no valores de largo plazo, los cuales les permitirían financiar un crecimiento sostenible.

Así como estas tres empresas, existen muchas otras interesadas en diversificar sus fuentes de financiamiento, pero que no lo han hecho por diferentes motivos, en especial porque el tamaño de su deuda sería muy pequeño para las necesidades del mercado, pues las empresas mencionadas

emiten montos pequeños (en relación con las emisiones de valores locales), y dificultan el acceso de inversionistas potenciales debido a la carga de costos fijos que les generan al momento de analizar la emisión de valores.

Estas limitantes relacionadas con el plazo y el monto de la emisión evidencian la necesidad de que las empresas alcancen en el mercado un *track record* que les permita no solo gestionar planes de inversión de largo plazo, sino también generar mayor confianza en los inversionistas; o, de lo contrario, que se plantee una estructura alternativa de financiamiento que acelere el proceso y que, a través de los mecanismos adecuados de control, permita ofrecerle al mercado una opción de inversión económica y financieramente viable desde todos los puntos de vista de su estructuración.

Por ello, el presente trabajo de investigación tiene como objetivo diseñar y estructurar una propuesta alternativa de financiamiento para las pymes, la cual consiste en la emisión de valores en el mercado de capitales peruano, de modo que resulte en un proceso con un instrumento financiero rentable para el inversionista y que primordialmente le asegure las condiciones financieras competitivas necesarias a las medianas empresas, que buscan el crecimiento y desarrollo económico planificado.

De manera que esta investigación busca responder de forma general a la siguiente pregunta: ¿cómo estructurar un esquema de financiamiento que permita a las medianas empresas acceder al mercado de capitales peruano? Y, de forma específica, a interrogantes como: ¿cuál es la normativa vigente que regula el acceso de las medianas empresas al mercado de capitales?, ¿cuáles son las alternativas de financiamiento de las que disponen actualmente?, ¿cuáles son los elementos clave para diseñar una estructura en función de casos y opiniones de expertos?, ¿cómo diseñar un mecanismo adecuado para que puedan acceder a un financiamiento más eficiente a través del mercado de capitales? y ¿cuán viable es la alternativa propuesta respecto de las opciones de financiamiento actuales?

Para ello, el libro consta de cinco capítulos. En el primero se describe el marco conceptual y teórico acerca del sector de las pymes; se analizan también las características de los mercados financieros, así como la evolución y situación actual del mercado de capitales peruano, además de instrumentos financieros como el fideicomiso y la titulización de activos. Igualmente, se

describe el contexto de la integración financiera entre empresas en países emergentes donde existe apoyo de programas gubernamentales y bancos de desarrollo.

En el segundo capítulo se describen y analizan las normas legales vigentes que rigen el mercado alternativo de valores en el Perú; también se hace un análisis de las restricciones legales y normativas de los principales inversionistas en dicho mercado —AFP, fondos mutuos y fondos de inversión—, así como de las herramientas e instrumentos financieros, y de los fideicomisos de titulación, que facilitan la participación en el mismo MAV.

En el tercer capítulo se presenta la problemática que enfrentan las pymes, que sufren las mayores restricciones y dificultades en la obtención de financiamiento a mediano y largo plazo para sus planes de inversión, puesto que la mayoría de alternativas de la banca comercial y del sistema financiero actualmente disponibles son muy costosas o están diseñadas solo para resolver sus necesidades de liquidez de corto plazo, lo cual las somete a una elevada presión financiera. Las exigencias de mediano plazo son altas, siendo las más importantes, entre otras, antigüedad y experiencia en el desarrollo del negocio, estados financieros, buena *performance* operativa y financiera. Por otra parte, a través de la metodología de los factores críticos de éxito y de entrevistas realizadas a diversos expertos del sector, se identificaron los elementos clave para diseñar una propuesta de solución sobre la base de casos referenciales como el fondo Compass, la emisión sindicada de Bonos Corona, los bonos titulizados de Wong & Metro y los bonos titulizados de Los Portales.

En el capítulo cuarto se describe la estructura de la propuesta alternativa de un esquema de financiamiento que permita a un conjunto de medianas empresas obtener fondos en forma grupal en el mercado de capitales, a un plazo mayor y a una tasa más baja que la ofrecida actualmente por el sistema financiero peruano. Dicha propuesta plantea el menor costo posible para los demandantes de fondos y el mínimo riesgo posible para los potenciales inversionistas identificados, que serían los fondos mutuos, fondos de inversión, patrimonios autónomos, *family offices*, sociedades agentes de bolsa e inversionistas particulares. También se presenta un análisis de la demanda y oferta potencial en el mercado de capitales, así como un análisis de riesgo y FODA de la estructura. La propuesta también incluye

la definición base de las condiciones que las empresas deben cumplir para formar parte de la estructura; asimismo, se establecen las características mínimas de sus ventas y los ratios de cobertura establecidos para medir el desempeño del instrumento. Cabe resaltar que, debido a restricciones de tiempo y disponibilidad de información, aun cuando los costos y la información presentada han sido consultados con los diversos *stakeholders* de la operación, las condiciones planteadas en la estructura son teóricas y tendrían que ser objeto de ajustes en una posible aplicación futura.

En el quinto capítulo se presentan los potenciales beneficios cualitativos que las pymes, los inversionistas, la gran empresa (como cliente y servidor de flujos) y, por supuesto, el mercado de valores obtendrán de la propuesta. El análisis cuantitativo también mostrará los beneficios de este esquema cuyos costos de emisión son los más bajos. La estructura planteada es viable y sería beneficiosa para todos los involucrados. Cabe resaltar que, de cara a la mediana empresa, los beneficios no son exclusivamente financieros, puesto que la decisión de acceder al mercado de valores tendría un impacto estratégico en su organización interna (revelación de información, gobierno corporativo, entre otros).

Finalmente, se exponen las principales conclusiones y recomendaciones de la investigación con respecto a la normativa vigente del mercado de valores, con el objetivo de mejorar las condiciones actuales, de modo que las medianas empresas consideren al mercado de capitales como una alternativa real de financiamiento.

1

Marco conceptual y contexto en los países emergentes

En el presente capítulo se incluye información relevante sobre las pequeñas y medianas empresas (pymes), el mercado financiero, los participantes y la situación actual del mercado de capitales peruano. La finalidad es describir el marco conceptual bajo el cual se define el sector de las pymes, así como instrumentos financieros como el fideicomiso y la titulización de activos. Por último, se muestran las experiencias de integración financiera realizadas en otros países emergentes y el rol de la banca de desarrollo para el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas.

1. Clasificación de las pequeñas y medianas empresas

No existe una clasificación única que permita determinar el tamaño de una empresa. Por esta razón, presentamos a continuación tres criterios que nos parecen relevantes.

1.1. Por exposición al sistema financiero

La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) basa sus definiciones en el nivel de deuda que las empresas registran de manera acumulada en el sistema financiero. Es así que los créditos otorgados a medianas empresas responden a «...personas jurídicas que tienen un endeudamiento total en el sistema financiero superior a S/ 300,000 en los últimos seis (6) meses...» (SBS, 2008). Asimismo, aclara que, de observarse posteriormente que «...

las ventas anuales del deudor fuesen mayores a S/ 20 millones durante dos (2) años consecutivos o el deudor hubiese realizado alguna emisión en el mercado de capitales, los créditos del deudor deberán reclasificarse [...] según corresponda».

La misma norma establece que las operaciones de las pequeñas empresas «Son [sic] aquellos créditos destinados a financiar actividades de producción, comercialización o prestación de servicios, otorgados a personas naturales o jurídicas, cuyo endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir los créditos hipotecarios para vivienda) es superior a S/ 20,000 pero no mayor a S/ 300,000 en los últimos seis (6) meses».

1.2. Por ventas y número de trabajadores

La Ley de Promoción y Formalización de la Micro y Pequeña Empresa (Ley 28015) establece las características de las pequeñas empresas: un máximo de 50 empleados y un nivel de ventas cuyo rango varía entre las 150 y las 1,700 unidades impositivas tributarias (UIT). Esta definición nos permite establecer el límite inferior de las medianas empresas.

Por otro lado, la Ley 30056, emitida en julio del 2013 dentro de las medidas tomadas para impulsar el desarrollo productivo y el crecimiento empresarial, establece que las medianas empresas son aquellas que registran ventas anuales dentro de un rango que comprende entre 1,700 y 2,300 UIT.

1.3. Según el *Top 10,000*

El ránking *Peru: The Top 10,000 Companies* (2013) clasifica a las empresas como medianas basándose en el criterio de ingresos por ventas establecidos en la Ley de Promoción y Formalización de la Micro y Pequeña Empresa. Sin embargo, solo toma como referencia el límite de las ventas inferior que fija esta norma legal y amplía el superior hasta los S/ 70 millones (aproximadamente 18,400 UIT)¹.

1. Límite superior de ventas considerado para las medianas empresas según el *Peru Top 10,000*. De acuerdo con esta referencia, existen 8,627 medianas empresas.

Para efectos del presente estudio, se utilizará la definición dada por el *Top 10,000* debido a que esta considera un universo más amplio de medianas empresas, y un nivel de ventas superior facilitaría su ingreso al mercado de capitales. Adicionalmente, dos de las tres empresas que han emitido a través del Mercado Alternativo de Valores (MAV) se encuentran contempladas en dicho rango, según se muestra en el cuadro 1.1.

Cuadro 1.1. *Nivel de ventas de empresas que han emitido en el MAV en el 2011*

Empresas emisoras en el MAV	En millones de soles
1. Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar S.A.	32.8
2. A. Jaime Rojas Representaciones Generales S.A.	27.4
3. Triton Trading S.A.	75.5

Fuente: Peru Top Publications, 2013.
Elaboración propia.

Por otro lado, debido a la disponibilidad de información, se recurrirá a algunos estudios y estadísticas que agrupan a las pequeñas y medianas empresas, utilizando también la denominación *sector pymes*.

2. Situación actual del sector pymes

Es importante conocer la situación actual de las pequeñas y medianas empresas, dada la importancia que tienen en la economía. De acuerdo con estadísticas brindadas por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) en la nota de prensa publicada el 1 de setiembre de 2013, en el Perú, al 30 de junio de 2013 existen 1'713,272 unidades empresariales, de los cuales el 96.2% de las registradas son microempresas; el 3.2%, pequeñas empresas; el 0.2%, medianas empresas; y el 0.4%, grandes empresas; se considera la nueva categorización empresarial establecida por la Ley 30056, *Ley que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo productivo y el crecimiento empresarial*, promulgada el 1 de julio de 2013 (INEI, 2013). Asimismo, los ingresos registrados en el 2012 por las micro-, pequeñas y medianas empresas significaron el 20.7% de las ventas totales del país.

Con ventas anuales en el año 2012 superiores a los S/ 6'205,000, (1,700 UIT) hasta un monto máximo de S/ 8'395,000 (2,300 UIT), la mediana empresa (según la definición dada por la Ley 30056) comprende, al 30 de junio de 2013, 2,786 empresas, lo que representa el 0.2% del total y el 3.0% de las

ventas en el país, mientras que las pequeñas empresas suman el 12.1% de las ventas (INEI, 2013).

Según el registro de la Sunat, al 2012 existían formalmente 68,243 pequeñas empresas y 2,451 medianas empresas; y entre los años 2007 y 2012, su tasa de crecimiento promedio ha sido de 9.8% y 9.2%, respectivamente (ver cuadros 1.2 y 1.3).

Cuadro 1.2. *Evolución de las pymes en el Perú*

Año	Pequeña empresa	Mediana empresa	Total pyme
2007	42,889	1,590	44,479
2008	49,503	1,841	51,344
2009	50,637	1,885	52,522
2010	55,589	2,031	57,620
2011	61,171	2,325	63,496
2012	68,243	2,451	70,694

Fuente: Sunat, 2012.
Elaboración propia.

Cuadro 1.3. *Tasa de crecimiento (en %) de las pymes en el Perú*

Año	Pequeña empresa	Mediana empresa	Total pyme
2008	15.4	15.8	15.4
2009	2.3	2.4	2.3
2010	9.8	7.7	9.7
2011	10.0	14.5	10.2
2012	11.6	5.4	11.3

Fuente: Sunat, 2012.
Elaboración propia.

Según la Bolsa de Valores de Lima, el crecimiento de las pymes, que aportan alrededor del 70% del empleo y más del 40% del PBI, impacta de forma importante en la economía peruana; asimismo, contribuyen a garantizar el crecimiento sostenido de esta (ver cuadro 1.4).

3. Los mercados financieros y sus participantes

Los mercados financieros son aquellos en los que los bienes negociados son activos financieros. De acuerdo con la clasificación presentada por Martín Mato (2002), los instrumentos financieros o valores pueden ser de tres tipos:

Cuadro 1.4. *Las pymes por sector económico*

Sector económico	Pequeña empresa	Mediana empresa	Total pyme
Comercio	28,774	1,058	29,832
Servicio	23,744	827	24,571
Manufactura	7,687	280	7,967
Construcción	4,690	142	4,832
Agropecuario	1,770	69	1,839
Minería	939	52	991
Pesca	639	23	662

Fuente: Sunat, 2012.

Elaboración propia.

- Valores representativos de deuda, relacionados con el financiamiento de terceros (letras, bonos, papeles comerciales, etc.).
- Valores representativos de propiedad, relacionados con la posesión de patrimonio en una empresa (acciones).
- Valores representativos de derechos, relacionados con la tenencia de derechos sobre bienes físicos o financieros o derivados de los dos primeros (valores de deuda o propiedad).

Los mercados financieros forman parte del ciclo económico, al interactuar con familias y empresas mediante el ahorro y la deuda, lo cual facilita el consumo y la inversión en el mercado real (ver figura 1.1).

3.1. Inversionistas

Los inversionistas se clasifican en dos tipos: institucionales y privados. Entre los segundos resalta la participación de las *family offices*.

Family offices

Estas organizaciones, sobre las cuales no existe una regulación específica, representan a inversionistas privados y administran grandes patrimonios. De acuerdo con Amit, una *family office* es una organización profesional que se dedica a administrar las fortunas de familias muy ricas. Esta figura comenzó a gestarse a mediados del siglo XIX con el desarrollo de la banca de inversión y de los fideicomisos creados precisamente con el objetivo de gestionar la riqueza de los empresarios (Amit *et al.*, 2008).

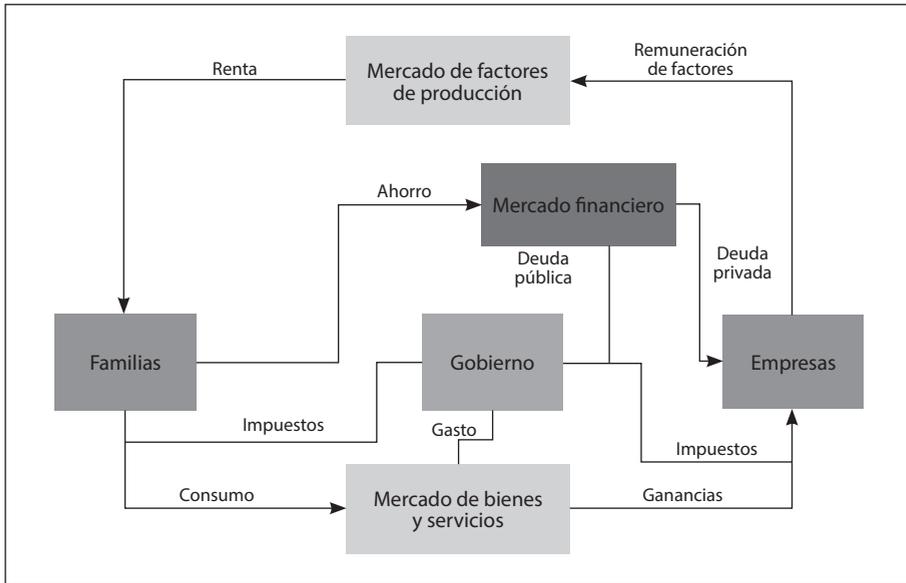


Figura 1.1. Flujo circular de la economía

Elaboración propia.

Dado que se requiere un alto nivel de patrimonio para justificar la contratación de un equipo técnico calificado que se encargue de administrar las inversiones, también existe la opción de las *multi-family offices*, que desempeñan la misma función, pero para un conjunto de familias. «Para contratar un *multifamily office*, las familias deben tener un patrimonio de al menos US\$ 10 millones. Y para acceder a un *family office* se debe tener US\$ 50 millones o más» (Manrique, 2012: 3).

En el Perú, de acuerdo con una reciente investigación realizada por el diario *Gestión*, existen diez *family offices* operando las inversiones de familias acaudaladas (Manrique, 2012).

3.2. Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

Es el órgano responsable de regular y supervisar las operaciones del mercado de valores. Su objetivo primordial es «...velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de precios y la difusión de toda la infor-

mación necesaria para tales propósitos» (SMV, 2014). Entre sus principales funciones se encuentran:

- Regular en materias correspondientes a los mercados de valores y de productos, así como en las del sistema de fondos colectivos.
- Supervisar el cumplimiento de la regulación relacionada con estos mercados.
- Promover y estudiar las actividades de los mercados antes indicados.

3.3. Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Es el órgano responsable de «... facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente de valores de oferta pública, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva...» (BVL, 2014).

Mercado Alternativo de Valores (MAV)

Es un segmento de la Bolsa de Valores de Lima cuyo objetivo es crear condiciones favorables para facilitar el acceso de las pymes al mercado de valores. Para este segmento alternativo se ha desarrollado una regulación especial, la cual se detallará más adelante.

3.4. Sociedad Agente de Bolsa (SAB)

Es la empresa intermediaria en la Bolsa de Valores que, a solicitud de sus clientes, se encarga de la ejecución de las órdenes de compra o venta de instrumentos de renta fija o variable. En el Perú existen 24 SAB registradas en la SMV (ver anexo 1).

3.5. Registro Central de Valores y Liquidaciones (Cavali)

Cavali es una empresa que se encarga de la creación, mantenimiento y desarrollo de toda la infraestructura del mercado de valores peruano.

Entre sus roles principales destacan el registro, transferencia, custodia, compensación y liquidación de valores para las operaciones realizadas en la BVL.

3.6. Clasificadoras de riesgo

Son empresas independientes encargadas de opinar sobre la disposición y capacidad de pago de un deudor. Dicha opinión se basa principalmente en una evaluación objetiva y cuantitativa del deudor o del instrumento financiero, de ser el caso. Estas empresas no proveen recomendaciones para adquirir un determinado instrumento financiero, pero proporcionan una clasificación medianamente estandarizada que permite cuantificar la posibilidad de incumplimiento del emisor. En el Perú existen cinco clasificadoras de riesgo registradas (ver anexo 1).

4. Situación actual del mercado de capitales peruano

El mercado de capitales peruano forma parte del sistema financiero peruano. Se subdivide en primario y secundario.

4.1. Mercado primario

Las emisiones de deuda tanto en soles como en dólares han mostrado un comportamiento irregular en los últimos siete años. Según información de la SMV, las emisiones en moneda nacional decrecieron desde S/ 3,253 millones en el año 2007 hasta un mínimo de S/ 1,498 millones en el año 2010. Han vuelto a aumentar desde entonces hasta alcanzar el pico de S/ 3,852 millones en el año 2012. Las emisiones en dólares han fluctuado entre los 311 millones y 860 millones (ver figura 1.2).

De las emisiones en soles, el 62% fueron emisiones corporativas, el 22% certificados de depósitos y el 5.1% instrumentos de corto plazo. De las emisiones en dólares, el 35.1% fueron emisiones corporativas en los últimos siete años, el 20% bonos titulizados y el 14% bonos subordinados e instrumentos de corto plazo por igual. Los últimos bonos hipotecarios se emitieron en el 2007 y fueron por US\$ 15 millones. Las *senior notes* y las *subordinated notes* son denominaciones nuevas que se aplican a partir del 2012 y corresponden a porciones locales de emisiones internacionales (ver figuras 1.3 y 1.4).

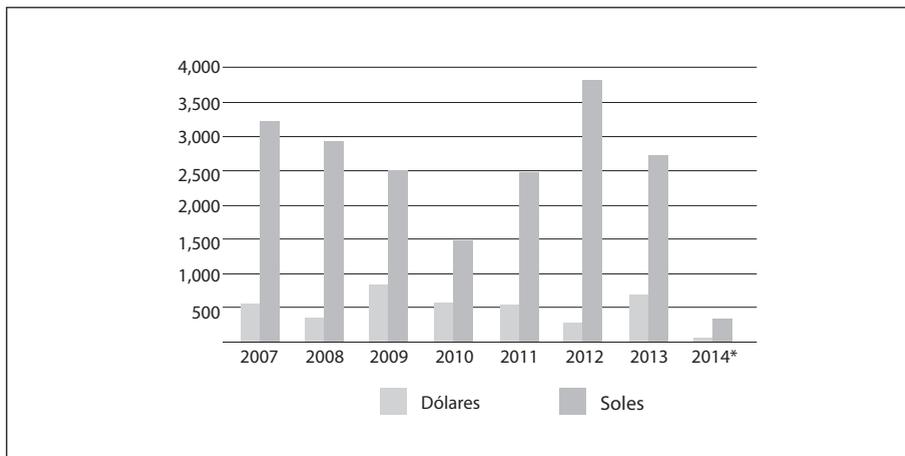


Figura 1.2. Emisión de deuda entre el 2007-2014 (en millones de dólares y soles)

Fuente: SMV, 2014.
Elaboración propia.

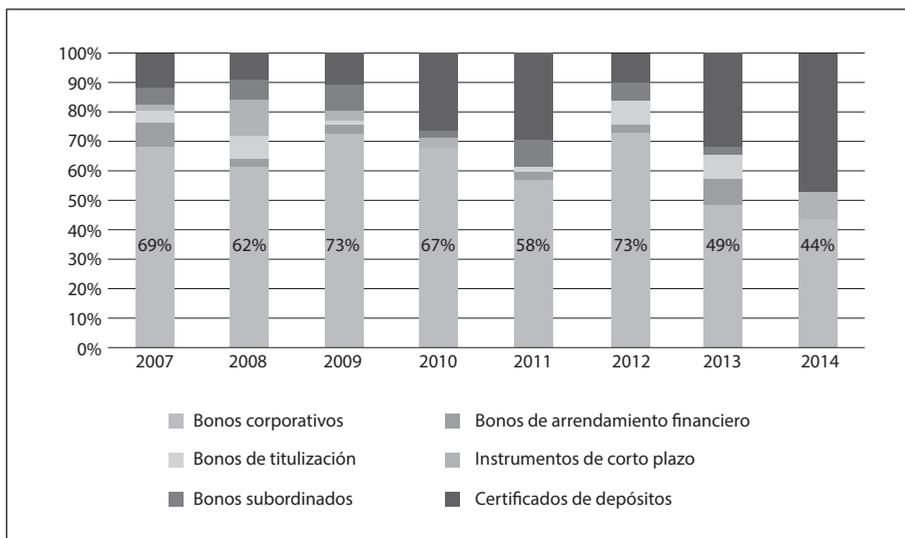


Figura 1.3. Emisión en soles según el tipo de instrumento entre el 2007-2014

Fuente: SMV, 2014.
Elaboración propia.

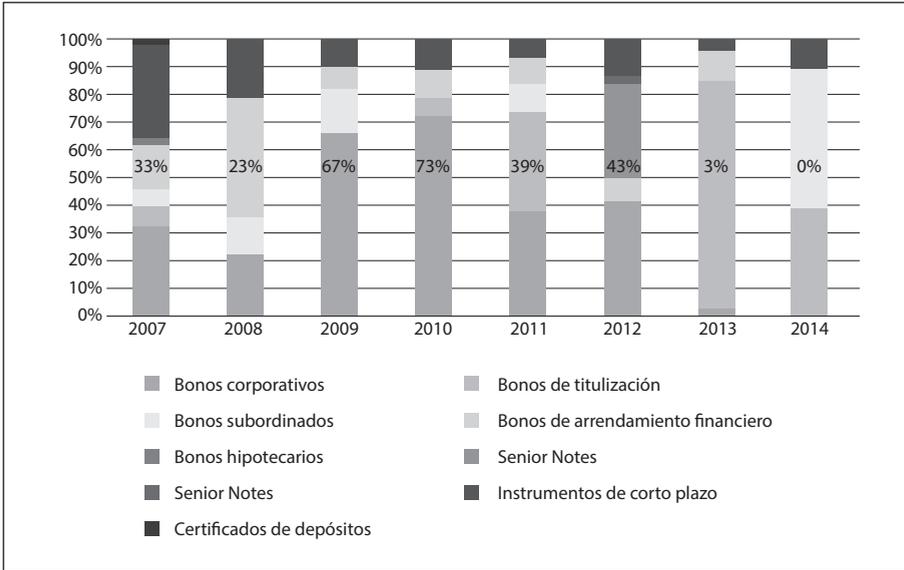


Figura 1.4. Emisión en dólares según el tipo de instrumento entre el 2007-2014

Fuente: SMV, 2014.

Elaboración propia.

La distribución de las emisiones por tipo de emisor no muestra un patrón definido. En el 2012 el 49% de las emisiones totales fueron realizadas por bancos. En el 2013 la mayor parte estaba constituida por emisiones titulizadas, con un 34% de participación en monto. A febrero del 2014, el 31% de las emisiones correspondieron a financieras y cajas (ver cuadro 1.5).

Cuadro 1.5. Distribución porcentual de los emisores de renta fija entre 2012-2014

Tipo de entidad financiera	2012	2013	Febrero 2014
Bancos	49	25	18
Financieras y cajas	15	12	31
Servicios públicos	18	11	16
Titulizadoras	2	34	14
Diversas	8	2	3
Otros	8	16	18

Fuente: SMV, 2014.

Elaboración propia.

La participación de los diversos inversionistas también ha cambiado según el tipo de emisiones efectuadas, pues cada inversionista tiene su preferencia en función del tipo de instrumento, riesgo y plazo emitido. En el 2012, las SAB representaron el 27% de las compras. En el 2013, los fondos mutuos y aseguradoras fueron los que mayor participación tuvieron en el mercado, con un 21% y 19% del total emitido respectivamente. En febrero del 2014, los fondos mutuos habían adquirido el 57% de las emisiones en el mercado local (ver cuadro 1.6).

Cuadro 1.6. *Distribución porcentual de los inversionistas en renta fija entre 2012-2014*

Tipo de entidad financiera	2012	2013	Febrero 2014
Las AFP	15	17	0
Fondos mutuos	17	21	57
Fondos públicos	14	5	1
EsSalud	3	5	8
Bancos	9	1	5
Seguros	11	19	7
Las SAB	27	14	18
Personas naturales	2	7	1
Otros	2	10	3

Fuente: SMV, 2014.

Elaboración propia.

En las figuras 1.5 y 1.6 se presentan las tasas de interés de las emisiones de deuda a tasa fija, con plazos de entre tres y cinco años, durante el 2013 y en los dos primeros meses del 2014.

El nivel de riesgo asignado a cada emisión se redefinió en función de las calificaciones de riesgo que se obtuvieron, según el cuadro 1.7.

Cada tamaño y color en las figuras 1.5 y 1.6 indican un plazo determinado según el cuadro 1.8.

Se puede apreciar en las figuras 1.5 y 1.6 la tendencia de las tasas de interés, que aumentan conforme se incrementa el nivel de riesgo. En el caso de las emisiones de bonos en soles con plazos de entre tres y cinco años, sus rendimientos se encontraron mayormente entre 4% y 8%, con la excepción de una emisión a cuatro años con dos calificaciones de riesgo de A+, que

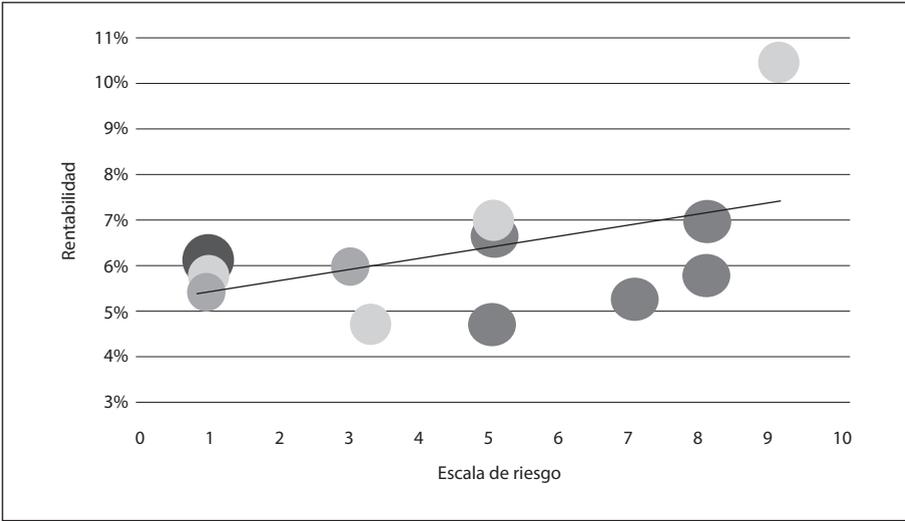


Figura 1.5. Rentabilidad y riesgo de las emisiones en soles entre el 2013-2014 según su plazo

Elaboración propia.

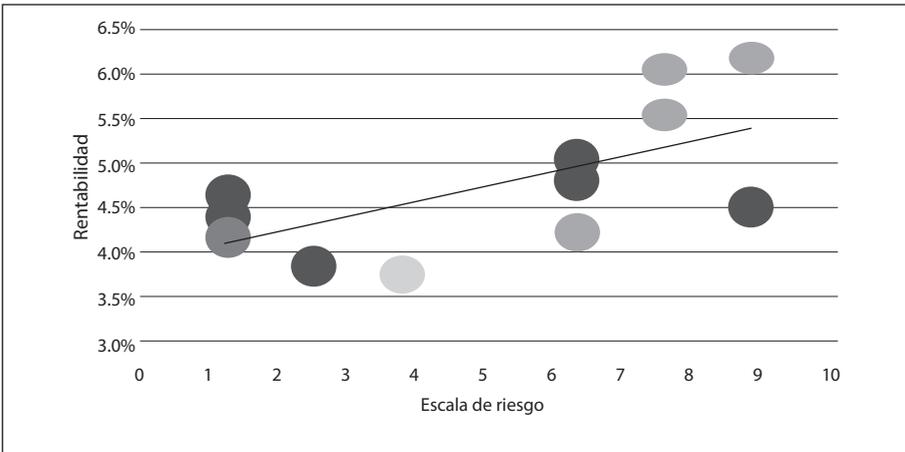


Figura 1.6. Rentabilidad y riesgo de las emisiones en dólares entre el 2013-2014 según su plazo

Elaboración propia.

Cuadro 1.7. *Escala de riesgo según las clasificaciones de riesgo obtenidas*

Escala de riesgo	Clasificación 1	Clasificación 2
1	AAA	AAA
2	AAA	AA+
3	AA+	AA+
4	AA+	AA
5	AA	AA
6	AA	AA-
7	AA-	AA-
8	AA-	A+
9	A+	A+
10	A+	A

Elaboración propia.

Cuadro 1.8. *Tabla de equivalencias según el plazo de la emisión*

Color de esferas	Equivalencia
Gris claro	3 años
Gris	3.5 años
Gris oscuro	4 años
Negro	5 años

Elaboración propia.

ofreció una tasa de 10.5%. Con respecto a las emisiones en dólares, los rendimientos estuvieron menos dispersos, pues se hallaban entre 4% y 6.5%.

En lo que respecta a emisiones titulizadas, se han emitido desde el 2007 bonos titulizados por alrededor de US\$ 805 millones y S/ 790 millones; pero fue en el último año (2013) cuando se emitió la mayor cantidad, por valor de aproximadamente US\$ 503 millones y S/ 249 millones, lo que representó, respectivamente, el 70% y el 9% de las emisiones en cada moneda. Actualmente existen en circulación US\$ 327 millones de bonos titulizados emitidos públicamente.

En el cuadro 1.9 se presentan los montos de emisiones de bonos titulizados realizadas en el año 2013. Sus clasificaciones de riesgo se encuentran entre AA- y AAA, y los plazos varían desde 2 hasta 26 años. Cabe resaltar que se han emitido bonos con capital garantizado y rendimiento variable en función de la rentabilidad del subyacente.

Cuadro 1.9. Emisión de bonos titulizados en el 2013 (en millones de dólares y soles)

Emisor	Originador	Clasificación de riesgo			Monto colocado		Plazo	Tasa de interés	Fecha de subasta
		Apoyo	PCR	CLASS	EQL	US\$			
Credicorp Sociedad Titulizadora	Credibolsa SAB	AAA	AAA	AAA	103,160		2 años	Cupón variable	08/02/13
Continental Sociedad Titulizadora	Los Portales	AA-		AA-	25,000		8 años	7.3438%	13/02/13
Credicorp Sociedad Titulizadora	Credibolsa SAB	AAA	AAA	AAA	38,336		2 años	Cupón variable	19/04/13
Credicorp Sociedad Titulizadora	Hunt Oil Perú	AAA	AAA	AAA	173,565		10 años	Libor 180 días +3.1250	16/07/13
Credicorp Sociedad Titulizadora	Hunt Oil Perú	AAA	AAA	AAA	50,000		5 años	4.4375%	16/07/13
Credicorp Sociedad Titulizadora	Credibolsa SABSA	AAA	AAA	AAA	23,253		2 años y 3 meses	Cupón variable	20/09/13
Credicorp Sociedad Titulizadora	Abengoa Transm. Norte	AA+		AAA	15,000		5 años	3.8438%	26/09/13
Credicorp Sociedad Titulizadora	Abengoa Transm. Norte	AA+		AAA	50,000		15 años	6.1563%	26/09/13
Credicorp Sociedad Titulizadora	Abengoa Transm. Norte	AA+		AAA	45,000		26 años	7.5313%	26/09/13
Scotia Sociedad Titulizadora	Mall Aventura Plaza	AA		AA	84,318		12 años	7.3750%	26/09/13
Scotia Sociedad Titulizadora	Inversiones Rioja	AA		AA	40,000		20 años	7.2813%	07/11/13
Credicorp Sociedad Titulizadora	Hunt Oil Perú	AAA	AAA	AAA	104,466		9 años y 6 meses	Libor 180 días +3.375	03/12/13

Nota. Cupón variable se refiere a los valores emitidos bajo la modalidad de capital protegido con rendimiento variable que dependerá del desempeño de los activos subyacentes que forman el patrimonio. El periodo de pago del cupón es a 2 años.

Fuente: SMV, 2014.

Elaboración propia.

En el cuadro 1.9 también se resumen las condiciones actuales en las que se emiten al mercado los bonos titulizados. Estas emisiones se caracterizan por tener una buena calificación de riesgo, entre AA- y AAA, con plazos de entre 2 y 26 años, montos superiores a los S/ 23 millones y rendimientos de entre 3.8% y 7.5% para los bonos a tasa fija. Asimismo, se muestra un contexto de mercado importante para futuras emisiones de bonos titulizados, como sería el caso de nuestra propuesta.

4.2. Mercado secundario

Durante el año 2013, el monto negociado alcanzó los S/ 15,871 millones, que fue inferior al obtenido durante el año 2012 (S/ 19,894 millones). La mayor parte correspondió a operaciones de renta variable (69%), seguidas por operaciones de reporte (16%) y operaciones de renta fija (15%).

El índice general de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) y el índice selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL) mostraron fuertes caídas del 23.6% y 26.2% respectivamente, al cierre del año 2013. Los índices sectoriales tuvieron resultados mixtos, con importantes caídas en los subsectores agropecuario (-44.1%), minero (-42.1%) e industrial (-9.8%), y alzas en los sectores servicios (21.8%), diversos (6.6%) y bancos y financieras (0.8%).

Por el lado de la capitalización bursátil, esta cerró en US\$ 120,653 millones al 31 de diciembre del 2013, cifra inferior en 21% con respecto al año 2012. En relación con el volumen negociado, el número promedio de operaciones diarias efectuadas cayó en 23%.

5. Los fideicomisos y sus características

De acuerdo con la Ley General de Banca, un fideicomiso es una figura jurídica en la que «... el fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, para la constitución de un patrimonio fideicometido [...] afecto al cumplimiento de un fin específico...» (SBS, 2013). Mediante esta relación, el fideicomitente cede un conjunto de bienes a un tercero, con el objetivo de que este actúe en favor de sus intereses.

De acuerdo con Revatta, el fideicomiso es «un acto basado en la confianza que involucra la transferencia de la propiedad de uno o más bienes por parte del constituyente [...] al fiduciario, con el fin de que este los administre a favor de un tercero denominado beneficiario o fideicomisario...» (2010: 89). El mismo autor nos indica, además, algunas condiciones adicionales de los fideicomisos:

- La transferencia se establece formalmente mediante un contrato o testamento. Su constitución debe ser comunicada o publicada a los posibles afectados por su creación.
- El patrimonio fiduciario es independiente y solo se le puede utilizar para cumplir el objetivo con el cual fue constituido.
- La titularidad del patrimonio fideicometido pasa a ser de un tercero; es decir, los fondos del fideicomiso ya no forman parte del patrimonio del fideicomitente.

6. La titulación de activos

En el artículo 291 de la Ley del Mercado de Valores del 2002 se establece que la titulación de activos es

... un proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores (Decreto Legislativo 861).

Por otro lado, Tong y Díaz (2003) explican que la creación de un fideicomiso de titulación obedece a la necesidad de liquidez de una persona jurídica, ya que con la constitución de dicho patrimonio se pueden emitir valores que sirvan de respaldo al pago de los derechos de quienes adquieren tales valores. En este sentido, también es posible titular flujos futuros.

Si la empresa tiene ingresos constantes por determinadas actividades o a través de determinados medios, podría utilizar estos flujos para que sean titulizados y de esta forma obtener financiamiento. Sin embargo, no se compromete ningún activo existente actualmente en el balance (Tong & Díaz, 2003: 20).

La calidad de los activos titulizados debe ser evaluada por empresas clasificadoras de riesgo, con el objetivo de determinar el riesgo del instrumento que se piensa emitir. En este tipo de proceso suele existir un mejorador que proporciona garantías adicionales al patrimonio específicamente constituido y favorece la clasificación de riesgo.

Modalidades de titulación

De acuerdo con la bibliografía revisada (Martín Mato, 2002; Revatta, 2010), la titulación puede ser de dos tipos:

- Traslado o traspaso temporal (*pass through*), mediante el cual se transfieren activos a favor de una sociedad tituladora para constituir un patrimonio autónomo, sujeto a la administración del agente fiduciario. Utilizando este respaldo se emiten los instrumentos que serán adquiridos por los inversionistas.
- De pago (*pay through*) o sociedad de propósito especial; se utiliza para emitir valores que son garantizados contra su propio patrimonio. En este caso, la transferencia de activos es permanente.

7. La integración financiera entre empresas en países emergentes

La integración financiera entre empresas en países emergentes se ha realizado a través de obligaciones conjuntas u obligaciones solidarias en las que un grupo de deudores hace frente a una deuda común. Los casos más conocidos en el mercado de capitales son los de empresas pertenecientes a un mismo grupo económico que garantizan conjuntamente el repago de la deuda. A esto se le conoce en el mercado internacional como *joint and several bond*. Sin embargo, no se han observado situaciones en las que compañías con diferentes accionistas garanticen conjuntamente una emisión.

Cabe señalar que en las empresas microfinancieras esta situación se produce con una mayor frecuencia en países emergentes, bajo la forma de obligaciones conjuntas. Mediante este esquema se otorgan préstamos a un grupo de personas que se hacen solidariamente responsables en caso de algún incumplimiento por parte de uno de los miembros del grupo. De acuerdo con lo indicado por Pasupuleti (2010), el proceso para que una

institución financiera otorgue un préstamo grupal consta de las siguientes fases:

- Selección: se evalúa tanto al potencial cliente como al grupo que conforma, pues la presión que este ejerce sobre sus miembros para hacer que cumplan sus obligaciones se traduce en un menor porcentaje de incumplimiento y en mayores beneficios para la institución financiera. Las tasas de interés se basan en la calificación crediticia del grupo, siendo más altas cuando la calidad del crédito es más bajo.
- Monitoreo: dado que los miembros del grupo son de la misma localidad, cada uno de ellos tiene un acceso constante a la evolución de los demás integrantes, lo que proporciona una mayor eficiencia en el seguimiento de la utilización de los fondos y en el repago del préstamo.
- Ejecución: en caso de un incumplimiento por parte de los miembros del grupo, se incrementa la provisión de los préstamos a todos ellos. Por lo tanto, adicionalmente a la presión que ejerce el grupo para que todos sus miembros cumplan con pagar las cuotas, también existe un compromiso de ahorro de los fondos excedentes mensuales, en caso de que algún miembro del grupo incurra en un incumplimiento.

Asimismo, Pasupuleti (2010) indica que los beneficios de este esquema conjunto son los siguientes:

- Disminución de los costos de otorgamiento del crédito, pues su seguimiento y monitoreo lo realizan en su mayor parte los miembros del grupo.
- Disminución de la probabilidad de incumplimiento; el riesgo, por lo tanto, es menor, pues los miembros del grupo conocen los usos que se dan a los fondos y los resultados que cada uno de ellos obtiene.

A continuación se presentan algunas instituciones que fomentan la integración financiera entre empresas.

7.1. National Bank for Agriculture and Rural Development (NABARD)

El Banco Nacional de Agricultura y Desarrollo Rural de la India lanzó un esquema de obligación conjunta o *joint liability group* (JLG), que busca brindar financiamiento a los microempresarios. Este esquema funciona mediante la formación de un grupo conformado por un mínimo de cuatro y un máximo de diez personas, las cuales solicitan un préstamo a través de un mecanismo de garantía conjunta. Dicho grupo de microempresarios realizan actividades económicas similares o en el mismo sector.

Bajo este esquema, NABARD da incentivos a los bancos a fin de que ellos promocionen y financien este tipo de iniciativas. Asimismo, brinda apoyo a dichas instituciones realizando capacitaciones y conferencias, así como compartiendo experiencias con el personal de dichos bancos, a los cuales refinancia por el 100% del crédito que estos otorguen a los miembros del JLG.

7.2. Bangiya Gramin Vikash Bank

Esta institución bancaria de la India también trabaja con el esquema de obligación conjunta o JLG. Entre los requisitos que los solicitantes deben cumplir para participar en este programa figuran los siguientes:

- Los miembros del JLG deben tener un estatus socioeconómico similar y realizar actividades agrícolas, de manera que el grupo sea homogéneo.
- Deben residir en la misma área o vecindario y conocerse lo suficiente, además de confiar en el otro, de modo que puedan asumir una responsabilidad solidaria por todo el préstamo.
- No haber incumplido ningún pago en otra institución financiera.
- Más de una persona por familia no será incluida en un mismo grupo.

7.3. SKS Microfinance

Esta institución financiera no bancaria opera en la India y tiene como misión erradicar la pobreza en dicho país proporcionando a los pobres acceso al financiamiento. También trabaja bajo el esquema de obligación conjunta o JLG. Otorga préstamos a través de grupos de cinco mujeres

cada uno, y brinda asesoría en las ciudades donde se conceden dichos créditos, enfocándose en lugares con un alto nivel de pobreza y poco acceso a vías de comunicación. Asimismo, se constituye un centro de formación en cada localidad adonde llega, mediante reuniones semanales en las que se discuten los problemas de la comunidad y se solicitan nuevos préstamos.

7.4. Equity Bank Kenya

Este banco brinda un crédito conjunto para agricultores (en un número de 15 a 30) agrupados en entidades debidamente registradas y que cuenten con un tiempo de operaciones de, por lo menos, un año; asimismo, deben tener un administrador y mostrar estados financieros. Igualmente, estas asociaciones deben ser capacitadas por el banco en temas de administración y finanzas.

7.5. Banco Compartamos

Este banco mexicano tiene un producto llamado Crédito Solidario, a través del cual se financia a grupos mixtos conformados por de tres a ocho microempresarios, con actividades económicas independientes, que constituyen una garantía solidaria. El monto individual de los créditos es de entre 4,000 y 25,000 pesos (de US\$ 300 a US\$ 2,000 aproximadamente), con plazos que van desde los tres a los nueve meses. Este banco se halla presente en el Perú (a través de Compartamos Financiera), en donde brinda créditos grupales a mujeres. El grupo debe estar conformado por 12 mujeres como mínimo, y el monto del préstamo va desde los S/ 300 a S/ 5,000, con un plazo de cuatro meses.

Los ejemplos mencionados demuestran que un crédito puede comprender de manera directa a varios sujetos obligados al pago y que existen importantes beneficios derivados, como son la disminución de la probabilidad de impago y una mayor eficiencia en el seguimiento del crédito. La posibilidad de replicar este modelo para las empresas en crecimiento es un reto mucho más complejo; sin embargo, genera una oportunidad de mejorar las condiciones para que accedan al financiamiento.

8. Los programas gubernamentales y la banca de desarrollo

A pesar del incremento de créditos bancarios para las pymes a partir de la década de 1990, las pequeñas y medianas empresas necesitan todavía cumplir una serie de requisitos y presentar garantías para acceder al crédito. Es por ello que se han desarrollado otros mecanismos financieros de apoyo, como son los bancos de desarrollo, las entidades públicas de apoyo a las micro-, pequeñas y medianas empresas (mipyme) y los fondos de cobertura y garantía que buscan garantizar los préstamos a este sector del mercado e incrementar los fondos de financiamiento y disminuir las tasas de los préstamos para las pymes.

Los bancos de desarrollo son, por lo general, bancos de régimen público² encargados de promover el desarrollo financiero del país. Algunas de estas entidades financieras son bancos de segundo piso, es decir que financian a las pymes a través de la banca comercial (bancos de primer piso), la cual sí tiene contacto con el cliente final.

En promedio, para el año 1970, más del 60% de la cartera de créditos estaba en manos de los bancos del Estado, mientras que para el año 2009 este porcentaje había disminuido al 35%. En países como Argentina y Brasil la participación de la banca pública se encuentra entre 35% y 40%, mientras que en Colombia y México el porcentaje fue inferior al 15% en el año 2009 (CAF, 2011). Se esgrimen tres argumentos a favor de la presencia de la banca pública:

- Sirven de ayuda en mercados incompletos. Su presencia, por lo tanto, debería ser mayor en países en desarrollo, más aún si los derechos de propiedad son débiles y los sistemas financieros, incipientes (La Porta, López-de-Silanes, & Schleifer, 2002: 265-301).
- Su capacidad para contribuir a la reducción de la prociclicidad del crédito, ya que permite apoyar al sector privado en momentos en que el acceso al crédito se ve restringido (Levy-Yeyati, Micco, & Panizza, 2004: 131-167).

2. El 77% de los bancos de desarrollo son públicos, el 19% privados y el 4% público-privado (Alide).

- Se justifica la participación del Estado como operador bancario ante la necesidad de garantizar a toda la población la igualdad en el acceso a los servicios financieros.

A continuación se presenta brevemente la participación de tres bancos de desarrollo en América Latina:

8.1. La Corporación Financiera de Desarrollo S.A. (Cofide)

Cofide se encarga de canalizar tanto sus recursos propios como aquellos provenientes de los organismos internacionales y del mercado de capitales hacia las instituciones financieras supervisadas por la SBS (Cofide, 2014).

8.2. Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES)

El BNDES es el principal banco de desarrollo de Brasil. Desde su creación en 1952 apoya el financiamiento de la industria y de la infraestructura del país. Actualmente su ayuda abarca también la exportación, el desarrollo socioambiental sostenible, la innovación tecnológica y la modernización de la gestión pública (BNDES, 2014).

8.3. Nacional Financiera (Nafinsa)

Creada en 1934, Nafinsa es la banca de desarrollo de México. Tiene como objetivo promover el ahorro y la inversión, así como canalizar ayuda financiera y técnica para la industria y fomentar el desarrollo económico del país. Promueve y gestiona proyectos, el desarrollo tecnológico, la capacitación, la asistencia técnica y el incremento de la productividad de las empresas (Nafinsa, 2014).

En el cuadro 1.10 se presenta un breve resumen de los objetivos y productos de los tres bancos de desarrollo mencionados.

El campo de acción de los bancos de desarrollo depende de cuánto poder les otorgue el Estado para intervenir en el mercado financiero y suplir las deficiencias que existan.

Cuadro 1.10. Principales bancos de desarrollo en América Latina

Banco de desarrollo	País	Inicio	Objetivos	Principales productos financieros	Principales productos no financieros
Cofide	Perú	1971	Canaliza recursos propios, de organismos internacionales y del mercado de capitales, para financiar a las mypes y apoya el financiamiento de la infraestructura en el país	Programas de inversión con apoyo del BID. Líneas de capital de trabajo de corto y largo plazo. Líneas de comercio exterior. Créditos subordinados.	Capacitación empresarial y Programa PRIDER
BNDES	Brasil	1952	Apoya las actividades de exportación, desarrollo socioambiental sostenible, innovación tecnológica, y la modernización de la gestión pública	Financiamiento de proyectos de inversiones, adquisición de maquinarias, bienes e insumos de producción y exportación de máquinas. Suscribe acciones, obligaciones simples, obligaciones convertibles, warrants, opciones y demás productos derivados.	Inversiones de carácter social, cultural, ambiental, científico o tecnológico sin exigencia de reembolso
Nafinsa	México	1934	Promueve tanto el ahorro y la inversión, así como canalizar la ayuda financiera y técnica para la industria	Crédito Pyme. Programa de Compras al Gobierno Federal. Programa Cadenas Productivas. Programa de Garantías de Capital de Riesgo.	Capacitación empresarial y plataforma de herramientas de negocio

Elaboración propia.

El objetivo es que el Estado, asumiendo el rol de *market maker*³, promueva aquellas iniciativas beneficiosas para sectores aún desatendidos por las instituciones privadas y que se retire paulatinamente conforme el mercado se desarrolle. Bajo este esquema, una iniciativa clave para el Estado es brindar a las medianas empresas un mayor acceso al mercado de capitales. BNDES, por ejemplo, las apoya a través de la suscripción de instrumentos de deuda de empresas en emisiones privadas y Nafinsa brinda una garantía bursátil (aval) al emisor por el mismo plazo de la emisión.

En el Perú, Cofide no tiene un rol activo en el desarrollo del mercado de capitales; sin embargo, podría brindar una garantía a las emisiones de medianas empresas por medio de una carta fianza, de tal forma que disminuya la percepción de riesgo de las emisiones de deuda de estas empresas en el mercado.

3. Los *market makers* o creadores de mercado están conformados por un grupo de entidades financieras que buscan la liquidez del mercado de capitales.

2

Marco legal del mercado alternativo de valores (MAV) en el Perú

En este capítulo se expone el marco normativo que regula el mercado de capitales en el Perú, en especial, el mercado alternativo de valores (MAV), así como las restricciones que tienen los principales inversionistas en dicho mercado y las herramientas que facilitan la participación en el MAV, como son los fideicomisos de titulización.

1. Mercado Alternativo de Valores (MAV)

El Mercado Alternativo de Valores se encuentra normado por el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores⁴ y su modificatoria⁵, así como por el *Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de bonos emitidos por empresas en el Mercado Alternativo de Valores – MAV*⁶. En resumen, contemplan lo siguiente:

- Las empresas podrán emitir por oferta pública primaria en el MAV acciones, bonos e instrumentos de corto plazo.
- Los bonos, que podrán emitirse bajo el mecanismo de oferta pública del MAV, son aquellos contemplados en la Ley del Mercado de

4. Emitido a través de la Resolución de Superintendencia 00025-2012.

5. Emitido a través de la Resolución de Superintendente 117-2013-SMV/02.

6. Emitido a través de la Resolución de Superintendente 075-2013-SMV/02.

Valores y podrán estar respaldados con garantía genérica sobre el patrimonio o con garantías específicas (fianza solidaria, fideicomiso en garantía, entre otros).

Por otro lado, según lo conversado con diversos funcionarios de la BVL y de la SMV, la normativa actual sobre el MAV no permite que un fideicomiso de titulización emita a través de este mercado; sin embargo, y de acuerdo con los propios comentarios de la SMV⁷, dicha institución podría analizar alguna modificación que permita la participación de este tipo de instrumento en el mercado alternativo.

2. Inversiones de las AFP en el Perú

Las inversiones que puedan hacer las administradoras de fondos de pensiones en el Perú se encuentran normadas por el *Texto único ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones*⁸ y sus modificatorias, así como por el *Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones*⁹ y sus modificatorias. En resumen, contemplan lo siguiente:

- Los fondos de pensiones podrán invertir en —entre otros instrumentos— bonos emitidos por personas jurídicas y en instrumentos de inversión representativos de activos titulizados.
- Las inversiones realizadas por una AFP en todos los valores mobiliarios emitidos o garantizados por una empresa determinada tendrán como límites: i) el 10% del valor de cada fondo y ii) el 15% del valor de los activos del emisor, considerando todos los fondos.
- Las inversiones realizadas por una AFP en todos los instrumentos representativos de activos titulizados emitidos por un mismo patrimonio de propósito exclusivo o en instrumentos de inversión emitidos por un mismo fideicomiso, administrados por una socie-

7. Entrevista con funcionario de la SMV.

8. Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, emitido a través del Decreto Ley 25897.

9. Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, emitido a través del Decreto Supremo 004-98-EF.

dad titulizadora, por una sociedad de propósito especial o por un fiduciario tendrán como límites: i) el 10% del valor de cada fondo y ii) el 50% del valor de los activos del emisor, considerando todos los fondos.

3. Inversiones de los fondos mutuos en el Perú

Las inversiones que eventualmente puedan realizar los fondos mutuos en el Perú se encuentran normadas, de forma general, por la Ley del Mercado de Valores y, específicamente, por el Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras¹⁰, así como por las modificaciones al mencionado reglamento presentadas en la Resolución SMV 008-2013-SMV/01. En resumen, las mencionadas normas contemplan lo siguiente:

- Para que un fondo mutuo pueda invertir en valores emitidos en procesos de titulización, debe cumplir los requisitos que se enumeran a continuación:
 - Los valores emitidos deben contar con una metodología de valorización establecida por alguna empresa proveedora de precios.
 - El emisor de los valores deberá ser una sociedad titulizadora o una sociedad de propósito especial inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores.
 - Los valores emitidos en procesos de titulización que representen instrumentos de deuda deberán contar con al menos una clasificación de riesgo.

4. Inversiones de los fondos de inversión en el Perú

Las inversiones que puedan hacer los fondos de inversión en el Perú se encuentran normadas por la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras¹¹ y por el Reglamento de Fondos de Inversión y sus

10. Emitido a través de la Resolución CONASEV 0068-2010-EF/94.01.1.

11. Emitido a través del Decreto Legislativo 00862-1996.

Sociedades Administradoras¹². En síntesis, la ley y su reglamento establecen lo siguiente: para que el fondo de inversión pueda invertir en alguno de los instrumentos mencionados, el emisor o garante de los valores emitidos debe contar con estados financieros del último ejercicio auditados, a menos que el emisor cuente con menos de un año de haberse constituido.

5. Los procesos de titulización en el Perú

Las normas que rigen los procesos de titulización en el Perú son la Ley del Mercado de Valores y, de forma específica, el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos¹³ contemplan, en resumen, lo siguiente:

- La titulización puede ser desarrollada por patrimonios fideicometidos mediante fideicomisos de titulización o por sociedades de propósito especial.
- La sociedad titulizadora emite valores representativos de derechos, respaldados por el patrimonio fideicometido, entre los cuales pueden encontrarse los derechos de contenido crediticio, es decir, aquellos en los que el principal y los intereses se pagan con recursos del patrimonio fideicometido.
- Dentro de los activos que pueden ser titulizados se encuentran las carteras de créditos y otros activos generadores de flujos, existentes o futuros.

Adicionalmente, en relación con la tributación en fideicomisos de titulización, se ha revisado la normativa que regula dichos aspectos, sustentada en la Ley del Impuesto a la Renta (artículo 14-A), así como en la Ley del IGV (artículo 24) y su reglamento (artículos 4 y 5).

Como se ha mencionado, el marco normativo que regula el mercado de capitales en el Perú se rige, en términos generales, por la Ley General de Sociedades y por la Ley del Mercado de Valores. Por otra parte, ya existe un reglamento específico que norma la participación de las medianas empresas en el mercado de capitales a través del MAV.

12. Emitido a través de la Resolución CONASEV 0042-2003.

13. Emitido a través de la Resolución CONASEV 0001-1997.

Por el lado de la regulación de la demanda, las AFP, los fondos mutuos y los fondos de inversión cuentan con leyes y reglamentos específicos que delimitan sus posibilidades de participación en este mercado.

Finalmente, los procesos de titulización también poseen una reglamentación específica que detalla las diversas características que pueden tener las titulizaciones en el Perú.

3

Problemática e identificación de los elementos clave para diseñar una solución a través de la metodología de los factores críticos de éxito

En este capítulo se incluyen las diversas alternativas de financiamiento con las que cuentan las pequeñas y medianas empresas, su accesibilidad al financiamiento que necesitan para crecer y las condiciones de este en el sistema financiero peruano, a fin de determinar si son adecuadas y eficientes.

Asimismo, se presenta la información utilizada como base para el desarrollo de la propuesta de esta investigación a través de la identificación de los elementos fundamentales y clave de tres casos (uno internacional y dos locales) que servirán de referencia para el planteamiento de la estructura que se expondrá en el siguiente capítulo. Por último, se describen los factores críticos identificados a partir de las entrevistas en profundidad realizadas a diversos expertos.

1. Las alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas

En el estudio de Berger y Udell (1998), que se muestra en la figura 3.1, se presentan las alternativas de financiamiento de las pymes en países emergentes como el Perú.

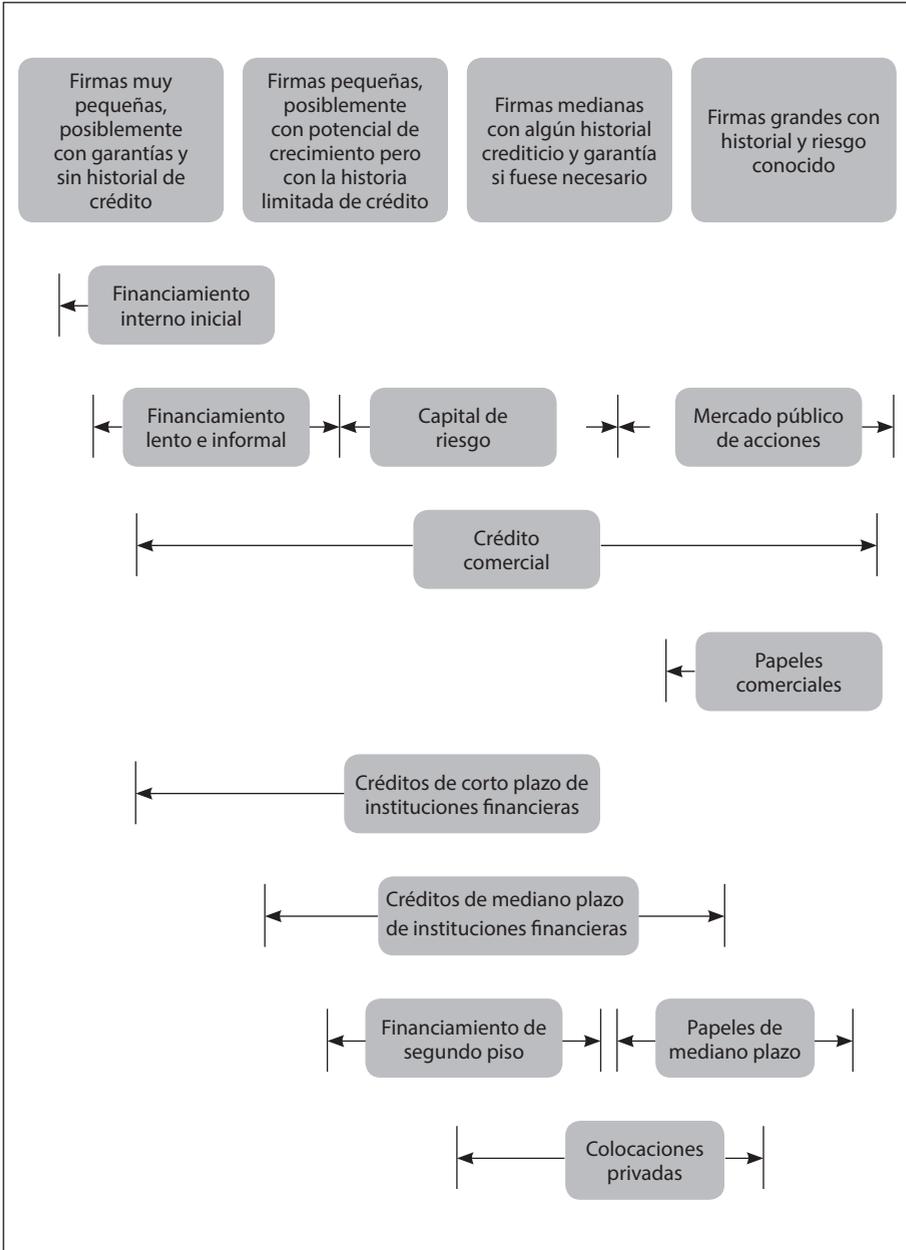


Figura 3.1. Fuentes de financiamiento y tamaño de las firmas

Fuente: Berger y Udell, 1998.

Elaboración propia.

1.1. El autofinanciamiento

Según un informe del BID, «las PYMES en América Latina tienden a financiarse principalmente con fondos propios mediante la reinversión de utilidades y los aportes de socios» (BID, 2002: 14). A esto se le conoce como autofinanciamiento, y corresponde a la primera alternativa que tienen las empresas al momento de buscar financiamiento, especialmente las pequeñas que se encuentran en sus etapas iniciales de desarrollo. Según el informe del BID, en Argentina por ejemplo, en el año 1999 el 74% del pasivo de las pymes estaba constituido por capital propio, porcentaje más que elevado si se compara con sus pares de países desarrollados como Alemania o Japón, donde los fondos propios representaron el 22.3% y 26.7% de los pasivos de las pymes, respectivamente. Sin embargo, el financiamiento con recursos propios ha tenido una tendencia decreciente en Latinoamérica. Para el año 2009, solo el 60% de las fuentes de financiamientos de las pymes argentinas pertenecían a recursos propios (De Giovanni & Pasquini, 2010). Dicha proporción coincide con el porcentaje promedio (entre el 2006 y el 2009) de las medianas empresas en América Latina (CAF, 2011).

1.2. Financiamiento de los proveedores

En la mayoría de los países de Latinoamérica, el crédito de proveedores es una fuente de financiamiento de corto plazo importante para las pymes (BID, 2002). Su frecuencia se explica por el hecho de que los proveedores, debido a su estrecha relación comercial, cuentan con mayor información sobre ellas que los bancos y porque, además, tienen mayor interés en la supervivencia de la empresa en el largo plazo. Según el informe del BID, el grado en el que las empresas de la región dependen del financiamiento de los proveedores es mucho mayor que en los países desarrollados. En Argentina y México, por ejemplo, el financiamiento por proveedores ocupa el primer lugar como fuente de financiamiento externo, seguido por el crédito bancario.

1.3. Los préstamos informales

Se consideran préstamos informales a aquellos que reciben las empresas por parte de amigos o familiares. Aparentemente, no parecen ser una fuente de financiamiento significativa para las pymes, aunque sí cobran mayor relevancia en el momento de creación de la empresa. «Solo el 4%

de las PYMES de El Salvador en 1999 declararon financiarse con fondos de familiares y amigos y un 1% mediante prestamistas» (BID, 2002: 17). En los demás países el porcentaje es mucho menor; tal es el caso de México, donde el porcentaje de ambos tipos de financiamiento fue de solo 1% y en Argentina el porcentaje fue menor de 1.7% al 2009.

1.4. El sistema financiero bancario

En Latinoamérica, los préstamos bancarios constituyen una alternativa de financiamiento bastante accesible para las pymes. Estas cuentan en Chile, Colombia y el Perú, por ejemplo, con una alta tasa de acceso al crédito bancario. En el caso de las pymes chilenas, el porcentaje es de 72%; y en Colombia, de 68%, En el Perú llega a 63%; sin embargo, menos del 34% corresponde a plazos mayores de un año, como en Chile. El Salvador es la única excepción, pues en este país el 74% de los créditos son a plazos superiores a un año (BID, 2002).

Según la Encuesta Perú realizada en el periodo 2010-2011 por el Banco Mundial en nuestro país (sobre una muestra de 1,000 empresas), el 85.9% de las medianas empresas cuentan con un préstamo bancario o una línea de crédito. Asimismo, el 54.2% de dichos créditos requieren un colateral, cuyo valor promedio es del 193.3% del valor prestado; en otras palabras, las instituciones bancarias exigen una cobertura de 2 a 1 para otorgar financiamiento a una mediana empresa, lo cual eleva el costo implícito del crédito. En cuanto a las inversiones, solo el 48.1% de las empresas recurren a los bancos para financiarlas. Cabe señalar que en estos casos el crédito bancario solo cubre el 34.4% de la inversión total. Por lo tanto, se puede concluir que, a pesar del alto acceso que tienen las medianas empresas al financiamiento bancario, este se halla restringido a las deudas a largo plazo, y solo se financian inversiones a través de la banca en la medida en que se cuente con un fuerte capital que permita sobrecolateralizar dicho financiamiento.

En lo que respecta a la pequeña empresa, Chile es el que tiene el mayor porcentaje de acceso a préstamos bancarios, seguido de Paraguay y Perú (Cohen & Baralla, 2012).

Asimismo, el país donde las medianas empresas hacen un mayor uso del crédito bancario para financiar capital de trabajo e inversiones es

Colombia, con un porcentaje de 70% y 54%, respectivamente. El país con menor uso de crédito bancario para este propósito es México, con 8% y 2%, respectivamente (CAF, 2011).

1.5. El sistema financiero no bancario

Existen también entidades financieras especializadas en hacer préstamos a las pymes. Se caracterizan por exigir menos requerimientos y otorgar créditos más pequeños que la banca comercial. En el Perú, se hace referencia a las financieras, cajas municipales, cajas rurales y edpymes (entidades de desarrollo para la pequeña y mediana empresa).

Aunque los costos son más elevados que los de un crédito bancario, constituyen por lo general la primera alternativa de financiamiento externo para empresas pequeñas que tienen poco tiempo en el mercado o cuyas actividades son percibidas como de mayor riesgo por la banca. El hecho de que el costo financiero sea más alto se explica por el lado de la oferta, dado el mayor costo operacional, capacitación, seguimiento y control de créditos atomizados y mayores provisiones. En el Perú y en otros países, estas entidades financieras también se encargan de canalizar los fondos de la banca de segundo piso.

Para muchas pymes que no aún no cuentan con un historial crediticio, este tipo de financiamiento constituye el primer acercamiento al sistema financiero peruano. Conforme la empresa vaya creciendo y generando un buen récord crediticio, el costo se reducirá, y esto la acercará cada vez más a los préstamos de la banca comercial.

1.6. El *factoring*

El *factoring* o descuento de facturas de las pequeñas y medianas empresas por parte de los bancos u otras entidades financieras se ha convertido en otra importante alternativa de financiamiento a corto plazo para las pymes. Según la encuesta de FRS¹⁴ realizada por Inmark Group sobre las pymes en Latinoamérica, el 2.33% de estas empresas recurren al *factoring* como fuente

14. División especializada de Inmark Estudios y Estrategias encargada de realizar estudios de carácter público para sectores financieros y telecomunicaciones.

de financiamiento. El país donde este instrumento financiero se encuentra más desarrollado es Chile, con un 7.5% de pymes que lo usan (De la Torre, Martínez, & Schmukler, 2010). Por otra parte, según un estudio de Felaban (2008) el 12% de los bancos de la región ofrecen el *factoring* como producto financiero para pequeñas y medianas empresas.

Actualmente encontramos en América Latina diversos fondos de inversión dedicados a este tipo de negocio. En el Perú existe el Fondo Factoring, administrado por Coril SAFI, y un fideicomiso de titulización que emite certificados de participación de un fondo donde el activo subyacente son las facturas emitidas por la empresa Axur a sus clientes pymes.

En el *factoring* se encuentran tres participantes principales: la empresa que financia a su proveedor, la entidad financiera que provee fondos para que la empresa realice el *factoring* y las empresas proveedoras que lo solicitan para satisfacer sus necesidades de liquidez. En el caso del *factoring* donde las cuentas por cobrar se titilizan, existen también el estructurador, que se encarga de empaquetar las facturas, y un liquidador, que generalmente es Cavali.

Los beneficios que esta estructura de financiamiento genera a los participantes son los siguientes:

- Las empresas proveedoras se benefician al vender al descuento sus facturas y logran, de esta manera, tener una mayor liquidez.
- La entidad que provee los fondos obtiene un retorno por la compra al descuento de las facturas, teniendo como contraparte a una gran empresa con buena calificación crediticia.
- La empresa que financia a su proveedor se beneficiará con una comisión por el descuento realizado a la cuenta por cobrar cedida y con una posible ampliación en el plazo de pago.

La necesidad de financiamiento de corto plazo que tienen las empresas proveedoras es la que hace viable esta estructura del *factoring*.

1.7. Capital de riesgo

El capital de riesgo es un instrumento financiero más desarrollado que permite el financiamiento de la pequeña y mediana empresa. En este

caso, una sociedad especializada invierte capital en estas empresas por un periodo de tiempo fijo y en una proporción minoritaria (Mendoza, 1998). Esta estructura de financiamiento busca un equilibrio adecuado entre porcentaje de capital invertido y control de la empresa, de tal manera que el riesgo sea compartido y exista una estrecha colaboración para obtener la mayor rentabilidad para los socios. La experiencia de estas sociedades especializadas ayuda a las pymes en el planteamiento de estrategias a largo plazo y a solucionar con mayor facilidad problemas de gestión y organización. Microsoft, Natura, eBay, Yahoo!, FedEx y Starbucks son algunas de las empresas más famosas que han recibido este tipo de financiamiento en alguna etapa de su existencia. Los capitales de riesgo buscan empresas innovadoras y que pertenezcan a sectores con alto potencial de crecimiento, tales como informática, biotecnología, biogenética, hotelería, turismo, ocio, entre otros.

Según el informe anual del 2013 de la Latin America Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA), Chile lidera la industria de capitales de riesgo en Latinoamérica. Le siguen Brasil, México y Colombia. En el Perú existen cuatro administradoras de fondos de capital de riesgo: AC Capital SAFI, Capital Investment SAFI, Value Investement SAFI y Pennynvest SAFI (Iig Axxion Capital), de los cuales las dos primeras son supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores de Lima (Instituto Invertir, 2008).

1.8. Capital privado

El capital privado, también conocido como *colocaciones privadas* o *venture capital* (en inglés) está destinado a aquellas empresas que están saliendo de sus etapas iniciales de crecimiento y buscan fortalecerse empresarialmente, entrar en el mercado de valores o participar en procesos de fusiones o adquisiciones. El capital privado suele ser la primera opción de salida para los inversionistas ángeles¹⁵ y de capital de riesgo que invirtieron en las primeras etapas de la empresa. Las sociedades de capital privado invierten en

15. Los inversionistas ángeles patrocinan a empresas en sus etapas iniciales al brindarles capital para sus primeras intervenciones al mercado. No es muy frecuente en el Perú, pero sí en países desarrollados, como Estados Unidos.

empresas a cambio de capital o instrumentos de deuda comunes, subordinadas o convertibles, con el fin de consolidar la empresa y hacerla vendible (Palma Rodríguez, 2008). Los fondos de inversión suelen brindar este tipo de financiamiento a las pymes. En el Perú existen fondos de inversión de largo plazo como Brookfield, Sigma y Latam.

1.9. El mercado alternativo de valores

Como se mencionó anteriormente, las medianas empresas en el Perú tenían un alto porcentaje de acceso a préstamos bancarios o líneas de créditos, pero solo el 2.1% de estas cotizaban en bolsa. En Venezuela, México y Ecuador, los porcentajes son mucho más elevados en lo que se refiere a bursatilización de las medianas empresas, con 12.6%, 7.9% y 6.2%, respectivamente.

Debido a la poca participación de las medianas empresas en el mercado de capitales en el Perú, en abril del 2013 se creó el Mercado Alternativo de Valores (MAV). A través del MAV, las empresas que en principio no pueden acceder al mercado de capitales, contarían con una alternativa que no solo les permitiría entrar en él, sino también tener acceso a mayores montos y menores tasas en el mercado bursátil, en comparación con otras fuentes de financiamiento, todo lo cual favorecería su crecimiento. Para participar en el MAV, las empresas necesitan haber facturado hasta S/. 200 millones en los últimos tres años en promedio; igualmente, sus valores no deben estar listados en ninguna bolsa; deben, además, cumplir los requisitos que se mencionan en el cuadro 3.1.

Este mecanismo no es algo nuevo en América Latina. Entre los países que han implementado condiciones especiales para que las pequeñas y medianas empresas puedan ingresar al mercado de capitales tenemos a:

- **Brasil.** Con el propósito de ampliar aún más la participación de las empresas en los mercados de capitales, la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), creó recientemente, el Bovespa Mais. Su propósito es acoger compañías que tengan una estrategia gradual de acceso al mercado de capitales, viabilizando su exposición en este y apoyando su evolución en lo que respecta a transparencia, ampliación de la base de accionistas y liquidez. Este mecanismo permite a las empresas listar en bolsa sin necesidad de hacer una

Cuadro 3.1. *Requisitos para listar en el mercado principal y alternativo*

Listado	Mercado principal	Mercado alternativo
Memoria anual (último ejercicio)	2 últimos ejercicios	Sí
Anexo de información sobre el cumplimiento de los principios de Buen Gobierno	Sí	A partir del año 3
Informe de clasificación de riesgo	2	1
Información financiera individual anual auditada (último ejercicio)	2 últimos ejercicios	Sí
Presentación de los estados financieros individuales	Trimestral	Semestral
Adecuación de los estados financieros de acuerdo a normas internacionales de información financiera	Sí	Sí
Régimen sancionatorio especial	No	Sí

Fuente: Bolsa de Valores de Lima, 2014.

Elaboración propia.

oferta, y les da siete años para lograr la salida a bolsa, de tal manera que las empresas acceden al mercado de capitales de forma gradual.

- **Chile.** Está enfocado en la renta variable. En el caso del mercado alternativo chileno, se estableció una exoneración por tres años para las ganancias de capital que obtengan los inversionistas pertenecientes a la mediana empresa.
- **Argentina.** Las pequeñas y medianas empresas pueden emitir valores negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización. Este sistema fue creado a efectos de que las pymes accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, ya sea la realización de inversiones o el refinanciamiento de deudas. Muchas empresas recurren a estos bonos para ampliar capital, mejorar tecnología o implementar proyectos de investigación (Bolsa de Comercio de Buenos Aires).

Según la Bolsa de Valores de Lima, el mercado de valores más exitoso es el Alternative Investment Market (AIM) del Reino Unido, que surgió en 1995 como un mercado alternativo al principal y que fue creado para que empresas medianas y pequeñas ingresen al mercado bursátil. A junio del 2012 dicho mercado contaba con 891 empresas listadas y una capitalización bursátil de más de US\$ 94,000 millones, y un promedio de negociación diaria de US\$ 295.5 millones. Este mercado ha registrado un buen desem-

peño, que se refleja en el ritmo anual de crecimiento promedio del monto negociado diario (27.1%) en los últimos diez años, lo cual incide, a su vez, en la ampliación del mercado de capitales.

En el Perú, la Empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar fue la primera compañía en acceder al Mercado Alternativo de Valores. Al cierre del año 2013 efectuó cuatro colocaciones de instrumentos de corto plazo (papeles comerciales) por un monto total de US\$ 2.5 millones. Posteriormente, la empresa A. Jaime Rojas Representaciones Generales S. A., dedicada al equipamiento médico integral, inscribió su primer programa de emisión de instrumentos de corto plazo por un monto de hasta S/ 10 millones. Finalmente Triton Trading, dedicada al alquiler, venta y servicio técnico de maquinarias de construcción y equipos portuarios, inscribió un programa de hasta US\$ 2 millones, emitiendo US\$ 500,000 en su primera incursión en el mercado.

Sin embargo, a pesar de las recientes emisiones, este mercado no ha tenido la acogida esperada, pues enfrenta las siguientes limitaciones:

- A pesar de la reducción en las tarifas, el costo de entrada al mercado de capitales sigue siendo alto para las pymes.
- Los inversionistas institucionales enfrentan restricciones de regulación y de eficiencia, pues el volumen de la emisión es muy bajo, lo que representa una limitante de importancia para el desarrollo del MAV.
- Las sociedades administradora de fondos de inversión (SAFI) consideran a los papeles comerciales más riesgosos frente a otro tipo de instrumentos, dado que los emiten empresas pequeñas y medianas que cuentan con una sola calificación de riesgo.
- Aun cuando existen menores requerimientos de información y de criterios claros de gobierno corporativo, se produce la autoexclusión de un gran número de pymes, pues no siempre los derechos y las responsabilidades están bien definidas en la dirección de la empresa, principio básico del buen gobierno corporativo, ya que cuentan generalmente con una organización poco formalizada y bajos niveles de control. Por otro lado, se produce una aversión en los inversionistas más conservadores, quienes penalizan, mediante las tasas, el ingreso de estas empresas al mercado.

Dada la poca utilización del mercado alternativo de valores, se considera necesario el desarrollo de una alternativa de financiamiento que permita a las medianas empresas disminuir sus costos de entrada y que brinde un mayor volumen que haga a la emisión más atractiva para los inversionistas institucionales.

Si bien el autofinanciamiento constituye una de las fuentes más utilizadas, resulta, al mismo tiempo, costoso; el crédito bancario es más barato, pero calificar para obtenerlo no es tan sencillo. Los préstamos informales o del sistema no bancario completan las fuentes de financiamiento a las que más recurren las empresas en sus etapas iniciales. El primero es muy poco utilizado, y ambos, a la vez, resultan muy caros. El financiamiento mediante el *factoring* se está extendiendo cada vez más en América Latina y representa una opción frente a los frecuentes usos de los proveedores como alternativa de financiamiento. Dados todos los aspectos mencionados, el Mercado de Valores se erige como una alternativa más que válida, pues representa la opción menos costosa para financiar activos de corto y largo plazo.

2. La accesibilidad al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en América Latina

Según indican Audretsch y Thurik (2001), la globalización combinada con la revolución de las telecomunicaciones ha reducido el costo del transporte de bienes e información hacia países con menores costos de producción, lo que origina la necesidad de generar ideas nuevas e innovaciones que no puedan ser transferidas fácilmente. Bajo esta coyuntura, es fundamental el papel de la pequeña y mediana empresa para liderar la competitividad y el crecimiento. La investigación realizada por Audretsch y Thurik evidencia la relación que existe entre el desarrollo económico, en términos de crecimiento económico y reducción del desempleo, y el rol de la actividad empresarial de las pymes.

Una de las problemáticas relacionadas con el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas es el limitado acceso al financiamiento y el poco capital disponible, tal como se indica en el estudio realizado por Avolio, Mesones y Roca (2011), pues conforme fueron aumentando sus necesida-

des de financiamiento, las instituciones financieras podían atenderlos con montos limitados, exigiendo garantías reales.

En tal sentido, Ferraro (2011) indica que el limitado acceso al financiamiento de las pymes se debe a la insuficiente información de calidad con la que cuentan las instituciones financieras para llevar a cabo el proceso de evaluación crediticia. Asimismo, estos financiamientos no generan las economías de escala deseadas, pues para tener un margen de ingresos atractivos deben concederse numerosos créditos, debido a que los montos de estos son menores que los financiamientos corporativos. Estas situaciones generan la exigencia de garantías reales e incrementan las tasas de interés de dichos créditos, lo que se traduce en un obstáculo para el crecimiento de las pymes, así como para la creación de nuevas empresas.

Asimismo, según indica el BID (2002), la oferta de créditos a pymes se caracteriza por sus altas tasas (el doble de lo que pagan las grandes empresas), sus plazos cortos y las elevadas garantías que exigen. Esta situación lleva a tener una demanda insatisfecha, pues las altas tasas de interés desalientan a la demanda al no permitir a las pymes rentabilizar sus proyectos de inversión y al imponerles una carga financiera significativa que reduce su rentabilidad.

Sin embargo, según un estudio del Banco Mundial realizado por De la Torre, Ize y Schmukler (2012), se indica que:

A pesar de que está compensada parcialmente por canales alternativos de financiamiento de la deuda, especialmente a través de canales transfronterizos, la brecha bancaria de América Latina y el Caribe es real: los bancos prestan menos y cobran más de lo que debieran. [...] El total del crédito bancario privado es cerca de la mitad de lo que debería ser. Cuando se consideran diferentes categorías de préstamos, la brecha es ahora más grande para las hipotecas y más pequeña (aunque todavía grande) para los préstamos al consumo. La brecha se ha abierto para el crédito comercial, y ha crecido todavía más para el crédito hipotecario.

Al respecto, se muestra en el cuadro 3.2 la brecha crediticia por tipo de crédito en América Latina.

Cuadro 3.2. Brecha crediticia en América Latina por tipo de crédito al sector privado como porcentaje del PBI

Tipo de crédito	Esperado	Real	Brecha	Brecha /Esperada
Año 1996				
Comerciales	24.7	19.4	5.2	21.1
Hipotecarios	8.35	5.4	3.0	35.7
Al consumo	8.8	3.4	5.4	61.4
Total	41.8	28.2	13.6	32.5
Año 2007				
Comerciales	22.9	14.5	8.4	36.7
Hipotecarios	12.6	3.1	9.5	75.4
Al consumo	11.2	6.5	4.7	42.0
Total	46.7	24.2	22.6	48.2

Nota. La información de este cuadro es un desglose por tipo de crédito del total de la brecha de crédito identificada sobre la base de la información de Chile, Colombia, México y Perú.

Fuente: De la Torre, Feyen e Ize, 2011.

Elaboración propia.

Asimismo, dicho estudio indica que «Se puede suponer tranquilamente que cualquier brecha aún existente debería afectar sobre todo a las pymes y no a las grandes empresas, puesto que estas son capaces de cambiar de fuentes de financiamiento (ya sea en el país o en el extranjero) con relativa facilidad, dependiendo de los costos y la disponibilidad».

Con el fin de cambiar esta situación, se estableció el Mercado Alternativo de Valores en abril del 2013. Sin embargo, dado que hasta la fecha se lo ha utilizado muy poco, se considera necesario desarrollar una alternativa de financiamiento que permita a las medianas empresas disminuir sus costos de entrada y que brinde un mayor volumen que haga a la emisión más atractiva para los inversionistas institucionales.

3. Las condiciones actuales de financiamiento del sistema financiero peruano

Aproximadamente, el 95% de las colocaciones a medianas empresas del sistema financiero han sido otorgadas por la banca múltiple, la cual ofrece una gama de productos más especializados para atender las necesidades de financiamiento de empresas con un mayor nivel de formalización.

Cabe resaltar que, el 76% del stock actual de colocaciones ha sido otorgado por las tres entidades más grandes del Perú: BBVA Continental, Banco de Crédito (BCP) y Scotiabank.

En el Perú, según estadísticas de la SBS al 28 de febrero de 2014, los créditos otorgados a la mediana empresa representaban el 17% de los créditos concedidos por el sistema financiero. En el cuadro 3.3 se muestra la distribución de créditos otorgados a la mediana empresa por tipo de institución financiera.

Cuadro 3.3. *Créditos otorgados a la mediana empresa al 28 de febrero de 2014*

Entidades	En miles de soles	Porcentaje
Banca múltiple	32'917,393	94.95
Cajas municipales	1'305,329	3.77
Financieras	256,004	0.74
Cajas rurales	185,286	0.53
Edpyme	4,696	0.01
Total	34'668,707	100

Fuente: SBS, 2014a.
Elaboración propia.

De acuerdo con la información presentada por las empresas financieras a la SBS, la tasa promedio de las operaciones activas otorgadas a medianas empresas en moneda nacional es de 11.1% y en moneda extranjera (fundamentalmente, en dólares estadounidenses) 8.7% (240 puntos básicos menos).

En el caso de las pequeñas empresas, existe una mayor dispersión en el costo de las colocaciones, puesto que este segmento es atendido indistintamente con productos evaluados a través de mecanismos formales, así como a través de herramientas de estimación de ingresos (costeo) diseñadas para segmentos de mayor informalidad.

Para este tamaño de empresa, la tasa promedio de las operaciones activas otorgadas en moneda nacional es de 21.4%, mientras que la de las operaciones en moneda extranjera es bastante menor (13.7%).

Es importante resaltar que, aun cuando las tasas en dólares pueden resultar muy atractivas, las entidades financieras generalmente restringen estas tasas a empresas que reciben flujos en esa misma moneda.

En otros casos, cuando la empresa no cuenta con suficientes flujos en moneda extranjera, se requiere el uso de productos derivados para proteger el repago de la deuda, lo cual incrementa el costo final de la facilidad crediticia.

En las figuras 3.2 y 3.3 se presentan las tasas promedio por plazo de colocación que obtienen las pequeñas y medianas empresas en la banca múltiple para el financiamiento de sus actividades comerciales.

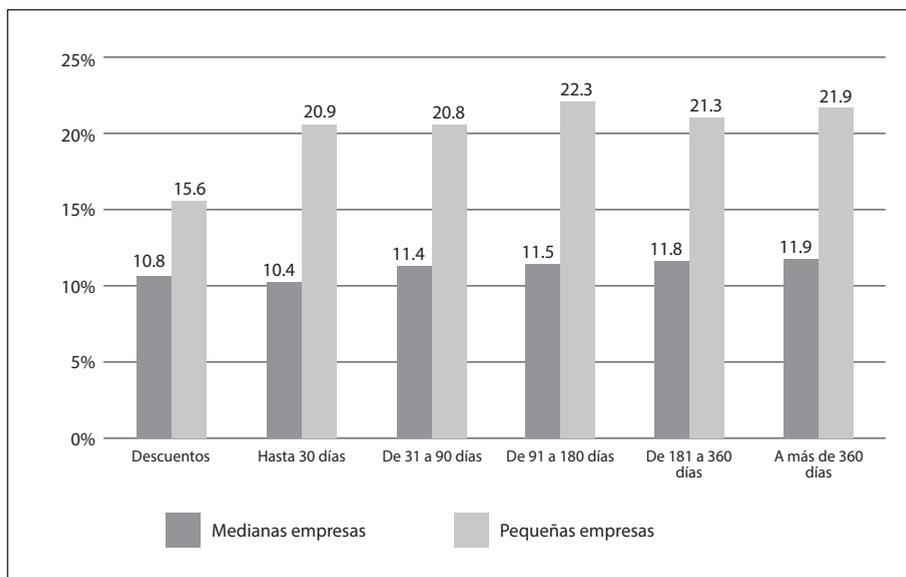


Figura 3.2. Tasas promedio en soles de operaciones activas de las pymes en el Perú

Fuente: SBS, 2014a.
Elaboración propia.

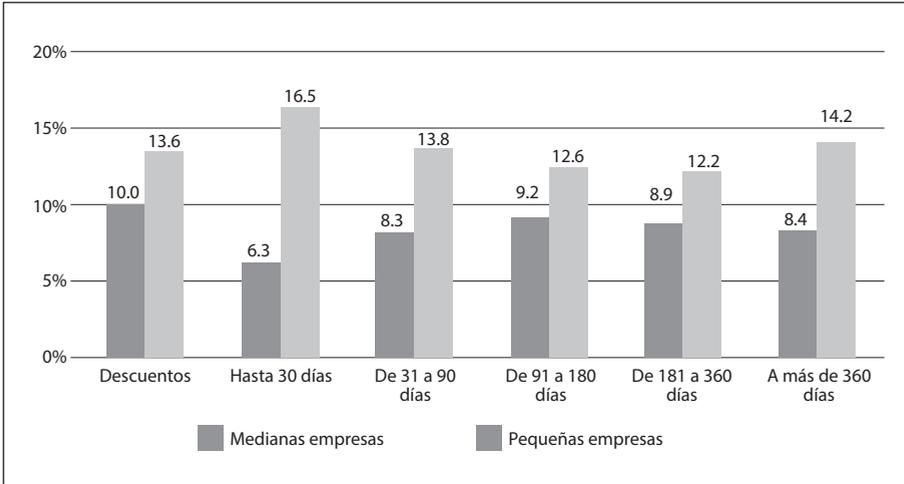


Figura 3.3. Tasas promedio en dólares de operaciones activas de las pymes en el Perú

Fuente: SBS, 2014a.
Elaboración propia.

Para operaciones con plazos mayores a un año, la tasa promedio en moneda nacional es de 21.9% y 11.9% para pequeñas y medianas empresas, respectivamente, y de 14.2% y 8.4% en moneda extranjera.

Es importante mencionar que la clasificación utilizada por la SBS para definir a las medianas empresas no es comparable con la definición utilizada en nuestro estudio, pero se considera que nuestro segmento comprende una porción de las pequeñas empresas, según la clasificación regulatoria del sistema financiero. En este sentido, se estima que las tasas a las que acceden las empresas medianas —según nuestra definición— estarían en torno al 16% en moneda nacional y 12% en moneda extranjera. Esta afirmación se pudo confirmar al realizar las entrevistas en profundidad con los expertos, quienes —desde su experiencia— estimaron que los costos de financiamiento bancarios a los que accedían este tipo de empresas se aproximan a 20%¹⁶.

16. En este sentido, se obtuvieron comentarios de especialistas del regulador (SMV) y de inversionistas institucionales.

El acceso a este nivel de tasas ofrecido por la banca múltiple está condicionado a la tenencia de experiencia crediticia y la calidad de los colaterales, vale decir que no todas las empresas medianas pueden acceder a financiamiento con este nivel de tasas.

Las exigencias de la banca para el otorgamiento de financiamiento de mediano plazo son altas e incluyen, entre otras cosas:

- Antigüedad y experiencia en el desarrollo del negocio.
- Formalidad de sus operaciones, lo cual se debe demostrar a través de mecanismos adecuados de contabilidad y manejo financiero (estados financieros auditados).
- Buena performance operativa y financiera, comprobable a través de los resultados observables en los estados financieros (márgenes, Ebitda, etc.).
- Acumulación patrimonial, demostrada a través de activos que puedan ser utilizados como garantías reales para respaldar el financiamiento.
- Periodicidad y volatilidad de los flujos.
- Capacidad de planificación a mediano y largo plazo.
- Adecuado gobierno corporativo, distribución de responsabilidades y funciones al interior de la empresa.

Por lo general, las instituciones financieras son bastante conservadoras al evaluar una solicitud de financiamiento de mediano plazo. Las evaluaciones crediticias están sujetas a la performance histórica de la empresa y a los resultados obtenidos, por lo cual los montos están acotados por la capacidad de generación de flujos que la empresa posee al momento de solicitar el financiamiento. Esto limita el nivel y la velocidad de crecimiento, puesto que en la evaluación del repago no se toma en cuenta la mejora de la productividad que se obtendrá producto de la inversión.

Adicionalmente, la proporción que se financia para la adquisición de activos (*loan to value*) también está limitada a niveles bastante conservadores que giran en torno al 70% u 80% del valor de realización. En este sentido, los plazos también son acotados, estando el promedio de las facilidades crediticias de mediano plazo entre los 3 y 5 años.

Comparando las tasas de interés que cobran las entidades financieras a plazos mayores de un año con aquellas que se consiguen en el mercado de capitales (durante el periodo que va de enero del 2013 a febrero del 2014), se puede apreciar que hay un beneficio financiero importante, especialmente para las empresas que consiguen emitir con una buena clasificación de riesgo (AAA o AA), como son las emisiones de grandes empresas o las emisiones titulizadas.

Por ejemplo, del cuadro 3.4 se puede apreciar que frente a una tasa de 16% que cobran en promedio los bancos a las medianas empresas en moneda local, se puede obtener en promedio un ahorro entre 903 pbs y 1128 pbs, suponiendo que la emisión en el mercado de capitales tenga un nivel de riesgo entre AA- y AA+.

Del cuadro 3.5 podemos observar que frente a una tasa de 12% en dólares, que los bancos cobran, en promedio, a las medianas empresas, se puede obtener en promedio un ahorro entre 581 pbs y 825 pbs suponiendo que la emisión en el mercado de capitales tiene un nivel de riesgo entre AA- y AA+.

En la primera parte de este capítulo se han mostrado las diversas alternativas de financiamiento disponibles para las pymes en América Latina. Las más importantes son el autofinanciamiento y los préstamos en el sistema bancario, seguidos por el financiamiento otorgado que otorgan los proveedores, así como los préstamos de otras instituciones financieras no bancarias. Por otro lado, se encuentra el mercado de valores como la fuente de financiamiento menos costosa, pero con menor uso que las alternativas anteriormente mencionadas.

Por otro lado, en relación con el financiamiento bancario de las pymes se observa que, a pesar de ser extenso en países como el Perú, es de acceso limitado, con ciertas condiciones que restringen al crecimiento eficiente de las empresas. Los volúmenes de los préstamos bancarios son más pequeños, los plazos más cortos y se exigen garantías reales. Otras entidades financieras brindan un mayor acceso a las pymes, pero acompañado de tasas de interés más elevadas.

Asimismo, las tasas de interés a las que acceden en promedio las medianas empresas —tal cual se las ha definido en el presente documento—

Cuadro 3.4. *Spread de interés entre las tasas bancarias y del mercado de capitales en soles*

Riesgo	Rango de riesgo	Tasa de interés	Plazo	Rango de tasas	Tasa bancaria promedio	Rango del spread
1		5.5%	3 años			
1	AAA	5.8%	4 años	Entre 5.5% y 6.2%		Entre 981 pbs y 1,050 pbs
1		6.2%	5 años			
2		5.6%	3 años			
3		6.0%	3 años			
5	De AA- a AA+	6.6%	3.5 años			
5		7.0%	3.5 años	Entre 4.7% y 7.0%	16.0%	Entre 903 pbs y 1,128 pbs
5		4.7%	4 años			
7		5.3%	3.5 años			
8		5.8%	3.5 años			
8	De AA- a AA+	7.0%	3.5 años	Entre 5.8% y 10.5%		Entre 553 pbs y 1,019 pbs
9		10.5%	4 años			
					Promedio	967 pbs

Fuente: SMV, 2014.
Elaboración propia.

Cuadro 3.5. *Spread de interés entre las tasas bancarias y del mercado de capitales en dólares*

Riesgo	Rango de riesgo	Tasa de interés	Plazo	Rango de tasas	Tasa bancaria promedio	Rango del spread
1		4.2%	4 años y 9 meses			Entre 738 pbs y 781 pbs
1	AAA	4.6%	5 años	Entre 4.2% y 4.6%		
1		4.4%	5 años			
2		3.8%	5 años			
3		3.8%	4 años			
5		4.3%	3 años		12.0%	
5		4.8%	5 años			
5	De AA- a AA+	5.0%	5 años	Entre 3.8% y 6.2%		Entre 581 pbs y 825 pbs
6		6.1%	3 años			
6		5.6%	3 años			
7		6.2%	3 años			
7		4.5%	5 años			
					Promedio	723 pbs

Fuente: SMV, 2014.
Elaboración propia.

estarían en torno al 16% en soles y 12% en dólares, considerando la información publicada por la SBS. Cabe señalar que las tasas del mercado de capitales comparadas con las tasas de los financiamientos generan ahorros que están en niveles de hasta 967 pbs para soles y 723 pbs para dólares, dependiendo de la clasificación de riesgo de la empresa.

4. Caso de Compass Fondo de Inversión para Pymes

A continuación, se describen las características principales de un fondo de inversión especializado en pymes. Este es un fondo de capital cerrado administrado por Compass Group, que también se encargó de estructurarlo y colocarlo en oferta pública.

4.1. Descripción

Este fondo provee capital de trabajo a las pymes peruanas que vendan a crédito bienes y servicios a medianas y grandes empresas con una clasificación de riesgo mínima de A. Con la finalidad de mejorar la liquidez de las pymes, compra las acreencias o títulos valores de renta fija que tengan estas (Apoyo & Asociados, 2013).

4.2. Características

Los activos en los que invierte el fondo tienen en promedio un plazo de 45 días y están conformados principalmente por:

- Acreencias que no estén contenidas en instrumentos financieros o valores mobiliarios.
- Instrumentos financieros de renta fija, específicamente títulos valores de emisión no masiva.
- Valores mobiliarios de renta fija emitidos o garantizados por el Banco Central de Reserva del Perú.
- Depósitos en entidades del sistema financiero nacional en moneda local o extranjera.
- Instrumentos derivados autorizados por el Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores.

El fondo invierte principalmente en los dos primeros activos: las acreencias relacionadas con las pymes e instrumentos financieros de renta fija.

4.3. Operatividad

La forma de canalizar este financiamiento es establecer, mediante un contrato, una relación con las medianas y grandes empresas, con el fin de tener acceso a sus proveedores. Este contrato establece las condiciones bajo las cuales el fondo adquirirá las acreencias y cómo las empresas pagarán estas. También provee la información que las empresas deben dar sobre sus proveedores, así como el procedimiento para la cesión del derecho de cobro de las acreencias a favor del fondo.

El Fondo Compass tiene un patrimonio de S/ 390 millones. Cada partícipe del fondo suscribe un porcentaje de cuotas y se compromete a pagarlas según las necesidades del fondo (*capital calls*). El fondo cuenta con un comité de inversiones que evalúa, aprueba y mantiene informado a los partícipes sobre el portafolio de inversiones del fondo (Compass, 2013). En la figura 3.4 se presenta la estructura del fondo pymes de Compass.

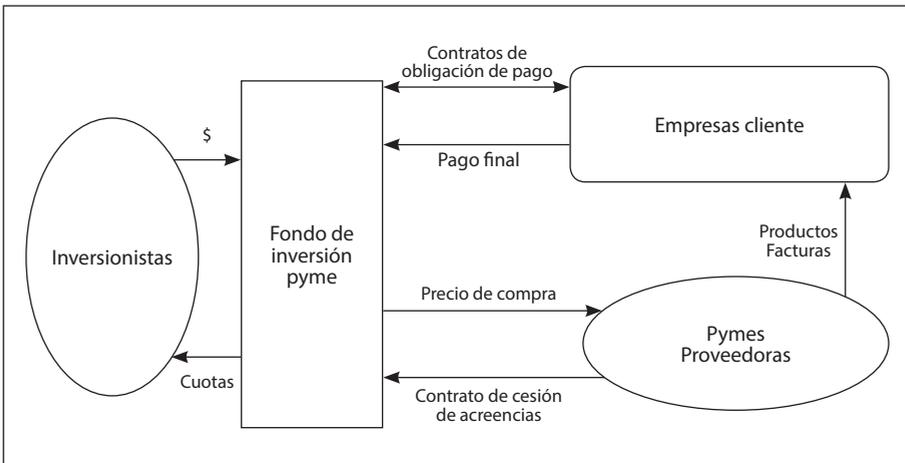


Figura 3.4. Estructura del fondo pymes de Compass

Elaboración propia.

La administradora cobra una comisión fija (1.5%) y otra variable en función de la tasa Limabor.

4.4. Clasificación y aprendizaje

La última clasificación de riesgo de la estructura, publicada en enero 2014, es A. Esta se sustenta en la cartera, la adecuada calidad crediticia del fondo y el *expertise* desarrollado en el manejo de este.

El caso de Compass es relevante para el desarrollo de nuestra propuesta, puesto que establece las condiciones para que exista un mecanismo de financiamiento para pequeñas empresas, basado en su relación como proveedoras de una gran empresa. Este esquema permite mejorar la calificación de riesgo, puesto que el riesgo de contraparte está en la gran empresa, que es la obligada al pago de las facturas. El beneficio de este esquema es el de poder obtener mejores costos de financiamiento en las operaciones de factoraje, que, de ser realizadas de manera individual, tendrían una penalización por parte de los bancos.

Para el diseño de nuestra estructura, nos basaremos en este esquema, en el cual una gran empresa sirve de «paraguas» para el financiamiento de un conjunto de obligaciones, lo cual mejora la percepción de calidad crediticia.

5. Caso de la emisión sindicada de Bonos Corona

En el año 2001, a raíz de la modificación de la norma que regula la emisión sindicada de bonos en el mercado colombiano, las empresas pertenecientes a la Organización Corona desarrollaron, de manera agremiada, un programa de emisión de bonos. La obligación de cada una de ellas era de carácter individual, y se estableció el límite de su responsabilidad al repago de la deuda que correspondía a cada una de ellas.

5.1. Descripción

Organización Corona S. A. es una empresa multinacional con más de 130 años de experiencia en el mercado colombiano. Está compuesta por seis

unidades de negocio que desempeñan actividades de manufactura y comercialización de productos para el hogar y la construcción.

Para efectos de la emisión, un conjunto de empresas del grupo (compañías emisoras) establecieron un acuerdo escrito de sindicación que limitaba la responsabilidad de cada una de ellas al repago de la porción de deuda obtenida individualmente. Esto implica que las deudas son separadas y no existe solidaridad entre los emisores.

No obstante, como respaldo de la emisión, la Organización Corona ofrece, ante un eventual incumplimiento por parte de alguno de los emisores, la constitución de un aval sobre la totalidad del capital e intereses relacionados con esta emisión, destinando los recursos necesarios para cumplir con los inversionistas en el momento en que sean exigibles.

Esta emisión se enmarca en una modificación de la regulación colombiana, según la cual un conjunto de entidades (no se establece un número máximo) pueden realizar emisiones sindicadas de bonos, siempre y cuando se cumplan las siguientes condiciones:

- a) Que se constituya un aval sobre la totalidad de capital e intereses o, alternativamente, que todos los emisores se constituyan en deudores solidarios.
- b) Que se suscriba un acuerdo escrito entre los emisores, en el que se establezcan todos los detalles de la emisión (reglas de distribución de recursos, obligaciones de pago, procedimientos específicos, entre otros).
- c) Que se designe un administrador único de la emisión sindicada.

5.2. Características

Mediante esta modalidad, las empresas de la organización han efectuado diversas emisiones. A continuación, se presentan los detalles de la primera emisión realizada en el año 2001:

- Título ofrecido: bonos ordinarios emitidos a través de oferta pública.
- El monto de la emisión fue de 60,000 millones de pesos colombianos (COP), que equivalen aproximadamente a 26 millones de dólares estadounidenses.

- El valor nominal de cada bono fue de COP 10'000,000 (aproximadamente US\$ 4,300).
 - El destino de los fondos de la colocación fue de 65% para las operaciones y 35% para la refinanciación de pasivos financieros.
 - La Organización Corona se constituyó en aval sobre el total de la obligación (capital e intereses) y en representante legal único de las compañías emisoras.
 - La emisión contó con dos series y ocho subseries, ofreciendo cuatro plazos y dos tasas de rendimiento distintas.
 - Los plazos fueron de 3, 5, 7 y 10 años.
 - Las tasas máximas presentadas en el prospecto tenían un esquema variable (índice más un *spread* fijo). En este caso se referenciaron a dos indicadores:
 - Serie 1: DTF (tasa promedio ponderada de las tasas de interés efectivas de captación del sistema financiero a 90 días) +5%
 - Serie 2: IPC (índice de precios al consumidor) +13%
- En el anexo 2, se presenta la evolución de los mencionados índices. Las tasas que finalmente se obtuvieron en el primer programa de emisión tomaron como base al IPC (que a la fecha de emisión se encontraba alrededor de 0.4%) y fueron de 7.8%, 8% y 8.4%, a los plazos de 5, 7 y 10 años, respectivamente.
- La periodicidad de pago de los cupones podía ser elegida por el comprador entre las siguientes opciones: mes anticipado, mes vencido, trimestre anticipado, trimestre vencido, semestre anticipado, semestre vencido, año anticipado y año vencido.
 - La amortización de capital se produce al vencerse su plazo final. No hay cláusulas de redención anticipada (*call option*).

5.3. Operatividad

Para efectos del servicio de deuda, el representante único de la emisión (Organización Corona S. A.) es el encargado de recibir las liquidaciones de pago, realizar la conciliación y gestionar la recaudación para el pago a los inversionistas.

Deceval (Depósito Centralizado de Valores de Colombia) es el encargado de calcular de los montos a pagar, de preparar las liquidaciones en

función de las tasas de referencia, así como de recibir y trasladar los abonos de las compañías emisoras a los inversionistas.

En caso de que, a la fecha de pago, DECEVAL no cuente con la totalidad de los recursos necesarios para el pago a los inversionistas, requerirá a la Organización Corona que ponga a disposición los recursos líquidos de la garantía para cubrir el faltante.

El representante único de las compañías emisoras dispone de una cuenta corriente en la que se depositan los fondos necesarios para cubrir los costos y gastos inherentes al proceso de emisión y al ejercicio de sus funciones.

Este representante es el responsable de presentar la información necesaria a los *stakeholders* de la emisión: Superintendencia de Valores, calificadora de riesgo, bolsas de valores, tenedores de bonos, etc.

5.4. Clasificación y aprendizaje

La clasificación de riesgo obtenida para esta emisión fue de AA+ (grado de inversión), basada en la buena capacidad de repago de la deuda y el aval de la Organización Corona.

El caso de los bonos Corona es un ejemplo real de una emisión en Latinoamérica, donde el originador es un conjunto de empresas. Resalta, en este caso, la adecuación de la regulación del mercado de valores colombiano para permitir emisiones sindicadas de bonos, medida que podría ser emulada por las autoridades locales.

Los elementos base utilizados de esta emisión son la responsabilidad limitada de cada una de las empresas que forman parte de la emisión y la necesidad de contar con un colateral que garantice toda la emisión.

Si bien es cierto, en este caso, que el respaldo es provisto por el *holding*, en nuestro esquema se propondrá la participación de otro actor que pueda respaldar la *performance* de la emisión en su conjunto.

6. Caso de los bonos titulizados de Wong & Metro

6.1. Descripción

Los originadores E. Wong S. A. e Hipermercados Metro S. A., empresas pertenecientes al Grupo de Supermercados Wong-GSW, tienen presencia en el mercado peruano desde 1983 y 1992, respectivamente. Son los operadores más reconocidos de la industria de supermercados y desarrollan actividades de comercio minorista de una amplia gama de productos. A la fecha de lanzamiento del programa de emisión de bonos, el grupo Wong gozaba de una participación de mercado de 70%.

6.2. Características

La emisión de bonos titulizados de Wong y Metro está sustentada en un patrimonio fideicometido constituido por los flujos futuros originados de las ventas y pagados mediante tarjeta de débito o crédito. A continuación se presentan los detalles de la primera emisión realizada en el año 2001:

- Título ofrecido: bonos titulizados emitidos a través de oferta pública.
- El monto de la emisión fue de cincuenta millones de dólares estadounidenses.
- El 96% de los fondos de la colocación se destinaron a la cancelación de pasivos.
- Los flujos sujetos a titulización son todos aquellos que se originan a partir de las operaciones regulares de venta pagadas a través de tarjetas de crédito o débito de la red Visanet cuyos bancos emisores son Interbank y el BBVA Banco Continental.
- Los bonos se colocaron a una tasa efectiva de 8.39% anual.
- El plazo de vencimiento fue de cinco años con amortización anual de capital y trimestral de intereses.
- La emisión cuenta con una garantía específica constituida por un fideicomiso de usufructo, a partir del cual se derivan derechos de usufructo sobre la totalidad de los locales comerciales que en el futuro adquiera cualquiera de las empresas del grupo.
- Asimismo, se han establecido *covenants* con relación con el régimen de ventas con tarjetas de crédito y débito, restricciones a la reorga-

nización societaria, obligación de mantener vigentes los seguros, límite de endeudamiento, distribución de dividendos y otras limitaciones, tales como financiamiento a personas del grupo económico, adquisición de valores entre empresas del grupo, nivel máximo de cuentas por cobrar a accionistas, levantamiento de hipotecas, usufructos futuros, entre otros.

6.3. Operatividad

El fiduciario es el responsable de administrar los fondos del patrimonio fideicometido, los cuales son depositados por Visanet en la cuenta centralizadora, asegurando que se produzca:

- El pago de los gastos y tributos del patrimonio.
- El pago de comisiones al fiduciario.
- La asignación a los fondos del fideicomiso.
- La devolución al emisor de los excedentes de libre disponibilidad.

En caso de que los flujos generados por las tarjetas de crédito o débito seleccionados no sean suficientes para cubrir los pagos de la estructura, el fiduciario puede solicitar:

- La sustitución y complementación de los flujos con pagos realizados con otras tarjetas.
- La incorporación de los flujos generados por las ventas realizadas con cualquier medio de pago.

6.4. Estructura de la titulización

De cara a mantener una adecuada cobertura sobre el servicio de deuda, la estructura cuenta con las siguientes cuentas:

- Cuenta centralizadora: utilizada para que Visanet deposite los flujos relacionados con las tarjetas y entidades financieras seleccionadas.
- Fondo de reserva-intereses: los importes que lo conforman se usan para el pago trimestral de intereses.

- Fondo de reserva-capital: los importes que conforman este fondo se utilizan para cubrir las amortizaciones anuales de capital.
- Fondo de reserva-aceleración: solo se activa cuando se produce alguno de los eventos de aceleración.
- Fondo de reserva-covenants: se activa solamente cuando se verifica el incumplimiento de alguno de los compromisos asumidos por las empresas del Grupo de Supermercados Wong como parte del contrato de titulización y emisión de bonos.
- Fondo de depósito en garantía: asciende a US\$ 450,000; su finalidad es asegurar el pago del capital y de los intereses durante todo el periodo de vigencia de la emisión.

En la figura 3.5 se muestra la prelación aplicada para la cobertura de los fondos creados en la estructura del bono de titulización de Wong y Metro.

6.5. Clasificación y aprendizaje

La clasificación de riesgo obtenida para esta emisión fue de AAA, y se basó en la estructura de la emisión y las garantías ofrecidas.

El caso Wong & Metro permite validar la viabilidad y atractividad de emisiones basadas en flujos futuros titulizados. Este caso es bastante útil porque la titulización está constituida por un gran volumen de flujos atomizados, los cuales son recolectados y copiados a través de un fideicomiso que se encarga de administrar los fondos y realizar los pagos de la emisión.

Los elementos de esta estructura que se pueden aplicar a nuestra propuesta son el mecanismo de cascada, la prelación de pagos de fideicomiso y del servicio de deuda y algunos *covenants* y mecanismos de aceleración establecidos para mejorar la calidad crediticia de la emisión.

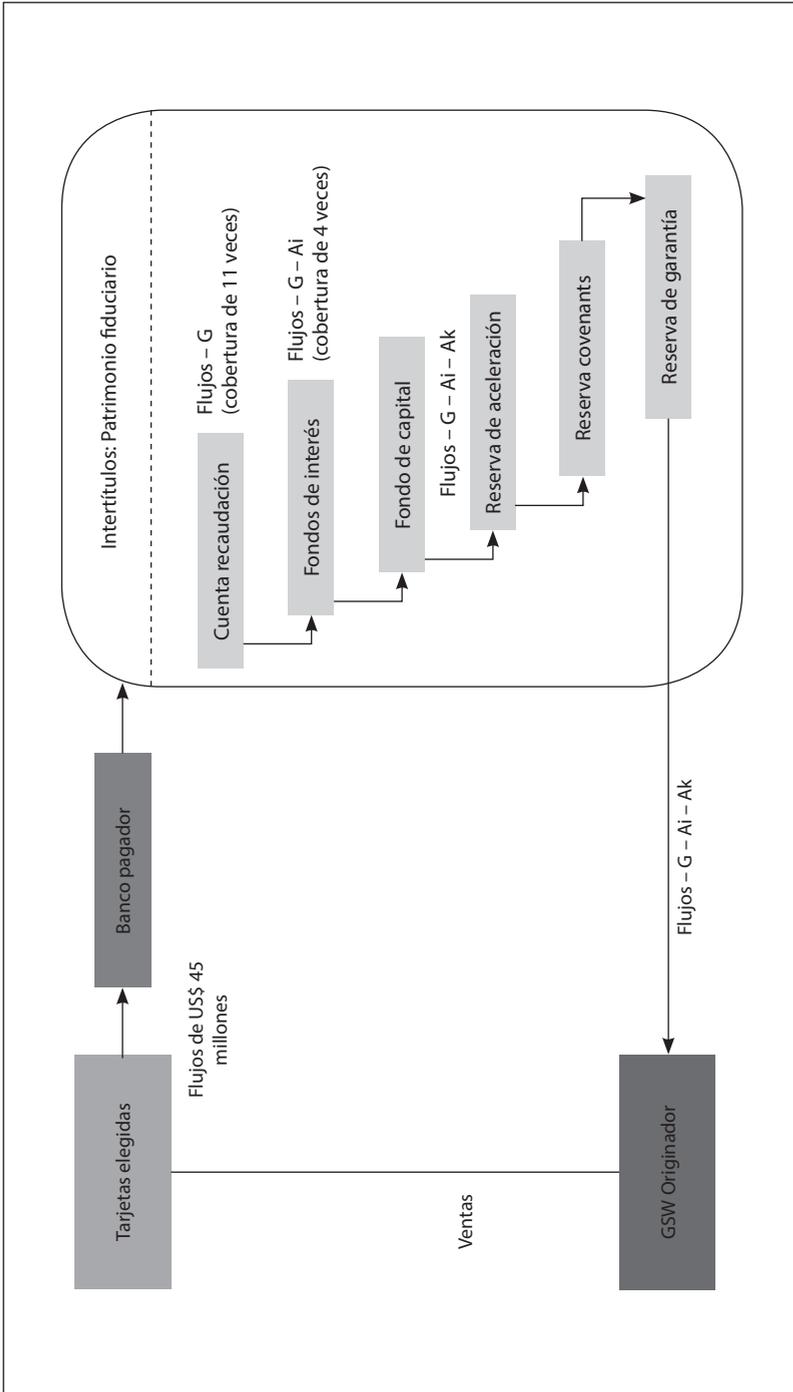


Figura 3.5. Mecanismo de cascada del bono de titulización de Wong y Metro

Fuente: Tong, 2003: 59.

Elaboración propia.

7. Caso de los bonos titulizados de Los Portales S.A.

7.1. Descripción

La empresa Los Portales S. A., que inició sus actividades en 1996, se dedica a la habilitación urbana, venta de viviendas y a operar hoteles y playas de estacionamiento.

Tiene como accionistas al Grupo Raffo, que cuenta con más de 50 años de experiencia en el mercado inmobiliario peruano, y al Grupo ICA de México, dedicado a la construcción civil e industrial, así como a operaciones de infraestructura y vivienda en diversos países de América Latina.

7.2. Características

La emisión de bonos titulizados de Los Portales tiene como respaldo un patrimonio fideicometido conformado por las cuentas por cobrar que se originan en las operaciones de compra-venta de lotes de terreno efectuadas en el marco de sus proyectos de habilitación urbana. Las cuentas por cobrar están representadas por letras de cambio que se han girado a nombre de quienes han adquirido los lotes.

A continuación, se presentan los detalles de la emisión de bonos realizada por Los Portales en el año 2012:

- Título ofrecido: bonos titulizados emitidos a través de oferta pública.
- El monto de la emisión fue de 25 millones de dólares estadounidenses.
- El destino de los fondos de la colocación es la sustitución de pasivos; se logra, de este modo, una disminución de los costos financieros de la deuda.
- Los flujos sujetos a titulización son los relacionados con las letras de cambio que se han suscrito con los clientes de habilitación urbana.
- Los bonos se colocaron a una tasa de 7.3438% anual.
- El plazo de vencimiento fue de ocho años, con amortización semestral de capital e intereses.
- Los Portales actúa en calidad de servidor. Puede, en consecuencia, ser sustituido bajo las condiciones establecidas contractualmente.

- Los lotes de terreno relacionados con las cuentas por cobrar comprometidas en el fideicomiso fueron transferidos a fideicomisos bancarios.
- Asimismo, se han establecido *covenants* con relación a la performance tanto del fideicomiso como de la deuda financiera de Los Portales respecto a su Ebitda y al patrimonio. Respecto al fideicomiso, se han fijado dos ratios para la evaluación del desempeño (ratio de garantía y ratio de cobertura), los cuales buscan asegurar el repago de la deuda.

7.3. Operatividad

El fiduciario es el responsable de administrar los fondos del patrimonio fideicometido. Estos son depositados por los clientes de Los Portales en la cuenta recaudadora, lo cual asegura:

- El pago de los gastos de administración del fideicomiso.
- La reposición de la cuenta de reserva, en caso de que haya sido empleada.
- El depósito mensual de 1/5 del monto requerido para el pago de la cuota semestral.

En caso de que en la fecha de medición de pago se anticipe que los flujos no serán suficientes para cubrir el pago, se podrá:

- Sustituir cuentas por cobrar con mejores condiciones.
- Reemplazar letras morosas por letras vigentes.

7.4. Estructura de la titulización

Con el propósito de mantener una adecuada cobertura sobre el servicio de deuda, la estructura tiene las siguientes cuentas:

- Cuenta de prefindeco: utilizada para el depósito inicial del monto de colocación y para los posteriores pagos iniciales de reserva, provisión y gastos del fideicomiso.
- Cuenta de reserva: equivalente a una cuota del servicio de deuda.

- Cuenta de recaudación: utilizada por los clientes de Los Portales para depositar los pagos relacionados con las letras de cambio.
- Cuenta de provisión de gastos-fideicomiso de titulización: utilizada para cubrir los gastos de administración del fideicomiso.
- Cuenta de provisión de gastos-fideicomiso de inmuebles: sirve para cubrir los gastos de administración y tributos del fideicomiso.
- Cuenta de servicio de deuda: los importes que conforman este fondo se utilizan para el pago de servicio de deuda.
- Cuenta de retención: este fondo solo se activa cuando se produce alguno de los eventos de aceleración o cuando se incumple alguno de los compromisos asumidos por Los Portales.
- Cuenta de excedentes: compuesta por los fondos de libre disponibilidad de Los Portales que quedan luego de la cobertura de todas las anteriores.

En la figura 3.6 se muestra la estructura del bono de titulización de Los Portales.

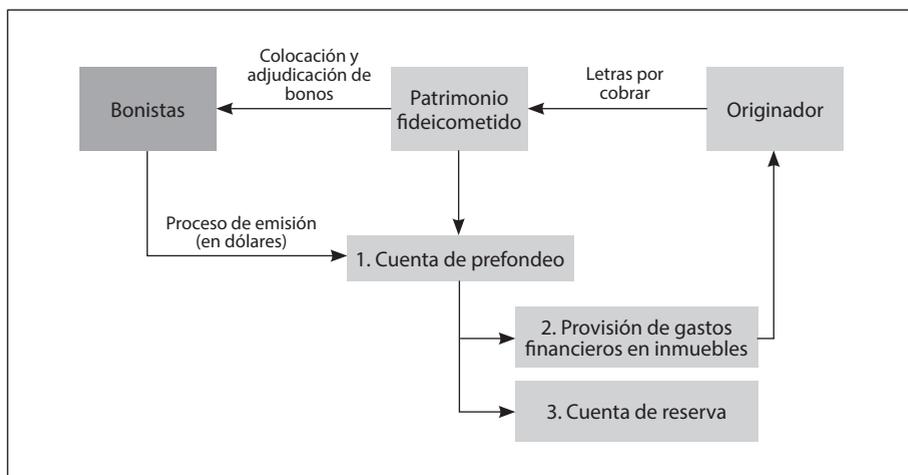


Figura 3.6. Estructura del bono de titulización de Los Portales

Fuente: Equilibrium Clasificadora de Riesgo, 2012.

Elaboración propia.

7.5. Clasificación y aprendizaje

La clasificación de riesgo obtenida para esta emisión fue de AA-, sustentada en la estructura de emisión y en la experiencia y *know-how* de Los Portales en el negocio inmobiliario.

La experiencia del caso Los Portales también resulta relevante, puesto que presenta algunos elementos aplicables a nuestra propuesta. Por ejemplo, la creación de un fideicomiso de garantía real adicional al fideicomiso de titulación de activos, que se constituye como un mecanismo de mejora de la estructura que mitiga los riesgos de impago en caso de *default*.

Para el diseño de nuestra estructura, también se puede rescatar de este caso el esquema de sustitución y complementación de flujos de otras fuentes de similar calidad crediticia; de esta manera se mitiga el riesgo de incumplimiento.

Finalmente, se tomarán algunos ratios de cobertura que permitan medir la performance del fideicomiso y que faciliten a los inversionistas verificar la evolución de la emisión.

8. Entrevistas con expertos

Con el objetivo de comprender la viabilidad de una posible emisión de bonos por un conjunto de medianas empresas, se entrevistó a *stakeholders* claves en el proceso. En el presente acápite se presenta el resumen de los resultados obtenidos en dichas entrevistas, sobre las cuales posteriormente se determinan las variables consideradas como más relevantes para la estructuración de nuestra propuesta de financiamiento.

Fueron 12 entrevistas en profundidad, en las que se discutieron los elementos de nuestro planteamiento base. Las autoridades consultadas pertenecen a las siguientes instituciones:

- Bolsa de Valores de Lima (BVL)
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)
- Posible estructurador

- Posible titulizadora
- Inversionistas potenciales
- Cofide
- Gran empresa del sector *retail*
- Clasificadora de riesgo

En el cuadro 3.6 se presenta una matriz que resume los comentarios recibidos en cada caso y las ideas más importantes para el desarrollo de nuestra propuesta.

9. Los factores críticos de éxito identificados

Luego de la revisión y análisis de los casos base y de la retroalimentación obtenida de las entrevistas en profundidad realizadas, se presentan los factores críticos de éxito que se han utilizado como insumo para el diseño de la estructura que se expondrá en el capítulo siguiente:

- 1) Los originadores deben ser proveedores de una empresa privada grande que tenga una clasificación de riesgo AA- o mejor. Teóricamente, este esquema también funcionaría con empresas del Estado, pero, según la experiencia de los inversionistas, con mucha frecuencia se producen retrasos en los pagos de las entidades gubernamentales, lo cual genera un riesgo de incumplimiento en el pago de los cupones.
- 2) De acuerdo con lo indicado en las entrevistas, la titulización de activos es una buena forma de hacer viable la emisión conjunta de un grupo de empresas, puesto que garantiza que todos los flujos de ingresos futuros producto de las ventas a las grandes empresas servirían para pagar a los tenedores de bonos; y según declaraciones de los potenciales inversionistas (fondos mutuos), la constitución de un fideicomiso de titulización le da mayor solidez y seguridad a la estructura. Adicionalmente, el crecimiento constante de emisiones titulizadas en el mercado en los últimos años brinda una excelente oportunidad para emitir este tipo de instrumentos en el mercado, el cual viene teniendo bastante aceptación y accede a tasas de interés más bajas.

Cuadro 3.6. *Matriz de entrevistas a funcionarios públicos y ejecutivos del sector privado*

Temas tratados	BVL	SMV	Kallpa SAB	Coril Titulizadora	Cofide
Viabilidad de la estructura propuesta	Funciona, pero se recomienda revisar condiciones actuales de <i>factoring</i> , ya que las grandes empresas lo aplican para obtener beneficios financieros	La estructura es muy buena. Recomienda revisar costos	El beneficio no solo es lo económico, sino también es una decisión estratégica. Los bancos son una buena opción porque están siendo supercompetitivos	Es buena	Complicada por el <i>pool</i> de empresas, hay que estandarizarlas, pero sí es interesante
Grandes empresas privadas y/o Estado	Es preferible trabajar con empresas privadas, no con el Estado	Funciona de las dos formas. La gran empresa mejora el riesgo de no pago, opina que el riesgo de crédito sería de ella	Averiguar mecanismo de Facturas Conformadas	Trabajar con empresas privadas, no con el Estado	Empresa privada. Actúa sólo como servidor
Mercado alternativo de valores (MAV)	No es posible utilizarlo porque las titulizaciones no están permitidas	El MAV está diseñado para emisores individuales, no para titulizaciones. Podrían proponer hacer un cambio de la norma del MAV	Por el MAV no se puede emitir fideicomisos de titulización		
Demanda potencial	Las AFP no serían compradores. Consultar con fondos y <i>private equity</i> .	No sería "afepeable", la valla es bastante alta. Es más recomendable "debutar" con fondos mutuos	Fondos mutuos y <i>family offices</i> por rendimiento	Fondos mutuos y personas naturales. Difícil trabajar con las AFP	
Limitaciones de inversionistas	Sugerir a la SMV cambios sobre limitaciones actuales		En colocación de Tritón, el 50% fue a personas naturales		

<p>La estructura generaría ahorro de costos, principal restricción actual para el ingreso al mercado de capitales</p>	<p>Estructuración: US\$ 60,000-70,000. Clasificadora: US\$ 7,500-10,000 anual. Abogados: Filing SMV y por <i>due diligences</i> laboral, tributario, comercial (aproximadamente US\$15,000). Estructurador/colocador: US\$ 20,000 + 0.5%-1% del monto colocado</p>	<p>Estructuración: US\$ 20,000-25,000 (<i>one time</i>). Comisión de administración: US\$ 3,000 mensual. Auditoría: US\$ 1,800 anual. Clasificadora (si es que es emisión pública): US\$15,000 anual</p>	<p>Costos de la emisión</p>
<p>Riesgos</p>	<p>El riesgo es que la gran empresa deje de trabajar con las medianas</p>	<p>Mitigar con reservas, cuotas adelantadas</p>	<p>Verificar que los emisores sean de similar categoría. El riesgo es de los emisores, no de la gran empresa</p>
<p>Emisión pública o privada</p>	<p>Pública</p>	<p>Emisión privada es más barata</p>	<p>↑</p>

Cuadro 3.6. Matriz de entrevistas a funcionarios públicos y ejecutivos del sector privado (continuación)

Temas tratados	Scotia Fondos	BNB Valores	Fondos Sura	Apoyo & Asociados	Profuturo	Supermercados Peruanos
Viabilidad de la estructura propuesta	La estructura es buena. Estarían interesados en invertir	Lo bueno de la estructura es que da más tamaño a las emisiones y permite que más empresas se vean visibles en el mercado. Puede ser útil para <i>project finance</i> de largo plazo, sector minero y petrolero	La idea de empaquetar empresas y emitir un monto más grande es buena	Trabajar a corto plazo (tipo <i>factoring</i>) y con descuento de todas maneras (70% a 80% de las facturas)	Funciona, pero sugieren utilizar para empresas de mayor tamaño. Hay un beneficio cualitativo: da visibilidad a las empresas en el mercado de valores, lo cual mejora su posición en caso de querer vender / fusionar a la empresa	Es un esquema que funciona. Supermercados Peruanos S.A. daría <i>feedback</i> sobre la idoneidad de los proveedores para tomar financiamientos. Sería como una opinión <i>off the record</i>
Grandes empresas privadas y/o Estado	Se prefieren a las empresas que tengan una calificación de riesgo AA- o superior al Estado	Privadas. Quizás una empresa no sea suficiente. El Estado podría fomentar un fondo de inversión	Trabajar con empresas privadas, no con el Estado. Si la gran empresa hace <i>factoring</i> a sus proveedoras puede beneficiarse al ver sus líneas liberadas	Trabajar con empresas privadas. El Estado podría participar subvencionando el costo de la clasificadora, auditores y asesores	Pensar en empresas que tengan licitaciones de largo plazo con el Estado (riesgo soberano)	

<p>Mercado alternativo de valores (MAV)</p> <p>Tienen experiencia por los casos de las empresas Chavín de Huántar, Jaime Rojas y Tritón Trading</p> <p>El MAV no sería una alternativa, porque los inversionistas requieren dos clasificadoras, buen gobierno corporativo, sino penalizarían a la emisión con una mayor tasa de interés</p> <p>No entran por volumen y plazo. Emisiones muy pequeñas y el seguimiento es costoso</p>	<p>La demanda en el mercado de capitales peruano está entre 2.5 y 3,5 veces.</p> <p>Sugerido apuntar a las AFP y compañías de seguro (el último no tanto)</p> <p>No estarían interesados porque solo tiene una clasificación de riesgo y el monto no justifica el análisis que se requeriría</p>
<p>Demanda potencial</p> <p>Esta estructura sería atractiva para fondos, <i>family offices</i> y clientes particulares de Banca Patrimonial</p> <p>Atractivo para los fondos, pero a veces los fondos cambian de parecer. Se debería apuntar a las AFP</p> <p>El Estado debe promover la salida de empresas al mercado de valores. Cofide puede jugar un rol importante y es bien visto por el mercado</p> <p>Participación máxima en una emisión: 20%-30%.</p> <p>Tienen una limitación de solo el 5% del fondo para participar en calificaciones de A+ o menores</p> <p>Limitaciones de inversionistas</p> <p>Hay limitaciones regulatorias para los inversionistas (mínimo dos calificaciones de riesgo)</p> <p>No pueden invertir más del 50% sobre cada emisión. Ticket mínimo de US\$ 50 millones</p>	<p>Hay limitaciones regulatorias para los inversionistas (mínimo dos calificaciones de riesgo)</p> <p>No pueden invertir más del 50% sobre cada emisión. Ticket mínimo de US\$ 50 millones</p>



Cuadro 3.6. *Matriz de entrevistas a funcionarios públicos y ejecutivos del sector privado (continuación)*

Temas tratados	Scotia Fondos	BNB Valores	Fondos Sura	Apoyo & Asociados	Profuturo	Supermercados Peruanos
Costos de la emisión	Si la calificación es AA- sería bono soberano + 200 pbs a 300 pbs (8.5%-9%), debido a que se penaliza por ser emisor nuevo y porque no será un bono líquido	No es un factor determinante. Se debe considerar fideicomisos, clasificadora de riesgo, abogados, estructurador/colocador y auditor		Clasificadora entre US\$ 12,000-15,000, pero como es un <i>pool</i> , podría ser US\$ 18,000. Si es colocación privada, unos US\$ 12,000		
Riesgos	El riesgo es de la mediana empresa	Calce de plazos de los contratos	El riesgo es de la mediana empresa	Se mitigan con una garantía de CAF/BID/Cofide, contratos a plazo y una probabilidad de <i>default</i> implícita baja de cada mediana empresa	Si no hay compromiso formal de la empresa más grande, el riesgo crediticio es de las pequeñas	
Emisión pública o privada				Si se apunta al mercado <i>high yield</i> , debe ser privada. Por ahora, tendría que ser un activo <i>prime</i>		

Estructura de la emisión	BVL	SMV	Kallpa SAB	Coril Titulizadora	Cofide
Monto	Debe ser grande. No se precisó el monto		Mínimo de US\$ 2 a 3 millones	Aproximadamente de US\$ 10 millones	
Cantidad de empresas		Cuatro o cinco empresas para mejorar los costos para el emisor			
Controller		Suena bien, recomienda revisar costos y funciones		No parece tan necesario	No debería ser una empresa grande (costoso), sino que debería buscarse algún mecanismo para que se unan personas con conocimiento en contabilidad, economía, administración e ingeniería y constituir una empresa dedicada a ello
Colateralización (garantías)		Recomienda usar cartas fianzas o generar prendas industriales a favor del fideicomiso	Elegir entre garantía de Cofide (o IFC) y fideicomiso de garantía por costos	Fideicomiso de garantía es costoso. Más importante es la solidez de los flujos	Fideicomiso de garantía mejora la estructura. Tiene que haber aporte de los emisores (<i>loan to value < 1</i>). Podría haber garantía de la CAF. Analizar qué iría al fideicomiso si no se adquieran activos reales



Cuadro 3.6. *Matriz de entrevistas a funcionarios públicos y ejecutivos del sector privado (continuación)*

Estructura de la emisión	BVL	SMV	Kallpa SAB	Coril Titulizadora	Cofide
Plazo	Revisar el <i>timing</i> de empaquetamiento de las necesidades de inversión	De 3 a 5 años, no más. Los emisores deben tener ciclos de negocio similares		De 3 a 5 años	
Titulización	La estructura generaría ahorro de costos, principal restricción actual para el ingreso al mercado de capitales	El fideicomiso es la "única forma de hacer viable la emisión de este tipo de empresas"			
Covenants	Buscar que el emisor tenga contrato por el periodo de la emisión con el servidor	Sustitución de los flujos: el mejor proveedor primero, pero comprometer los del <i>second best</i>		Aplicar compromisos sobre la <i>performance</i> de los emisores	
Clasificación de riesgo esperada	De AA a más		No buscar AAA. Hay mercado para bonos <i>high yield</i>		
Manejo del <i>default</i>		Ejecutar garantías		Colocar de todas maneras la solidaridad como mecanismo de cobertura, pero al final en prelación de uso (después de la ejecución de garantías y Cofide), para darle seguridad al inversionista	La solidaridad es complicada. Es difícil determinar un esquema de repago entre ellas

Estructura de la emisión	Scotia Fondos	BNB Valores	Fondos Sura	Apoyo & Asociados	Profuturo	Supermercados Peruanos
Cantidad de empresas				<p>Tamaño mínimo individual: S/. 20 millones.</p> <p>Tener <i>track record</i> en el sistema bancario.</p> <p>Podrían ser contratistas minoreros o proveedores de la industria farmacéutica.</p> <p>De preferencia que tengan contratos a largo plazo y que sean diversificadas</p>	<p>Mientras más sean, menos atractivo es porque se requiere gastar más en la evaluación y seguimiento</p>	
Controller	Ayuda en la medida en que facilita el análisis de riesgo		No es indispensable, pero sí suma	Es necesario que sea conocido y que tenga buena reputación, para que dé confianza a los inversionistas	Funciona, pero requiere <i>expertise</i> para evaluar a pequeñas empresas	



Cuadro 3.6. Matriz de entrevistas a funcionarios públicos y ejecutivos del sector privado (continuación)

Estructura de la emisión	Scotia Fondos	BNB Valores	Fondos Sura	Apoyo & Asociados	Profuturo	Supermercados Peruanos
<p>Colateralización (garantías)</p> <p>Un fideicomiso de garantía ayuda a la estructura, una vez que se hagan más emisiones con este mecanismo quizás se pueda quitar manteniendo las garantías reales, porque las empresas en sí mismas no son buenos garantes</p>			<p>Garantías deberían tener 1.5-1.2 de sobrecolateralización. Fideicomiso de garantía suma, pero aumenta los costos</p>	<p>Fideicomiso de garantía es útil, pero se requeriría constituir más de uno para facilitar la operatividad. <i>Loan to value:</i> 1.25 veces</p>	<p>Sobrecobertura de 2 a 1 hace que sea más interesante. Una posibilidad sería armar <i>tranches</i> por niveles de cobertura</p>	
<p>Plazo</p> <p>De 5 años, con una duración de 2.5 años. El plazo de emisión debe ser estándar para todos los participantes</p>		<p>De 2 años la primera vez</p>	<p>De 3 a 5 años</p>			<p>Tienen unos 800 proveedores constantes. Podrían expandir contratos a 2 o 3 años (ya se ha hecho en algunos casos), pero con algunas cláusulas de salida</p>

<p>Titulización</p> <p>La titulización da solidez a la estructura</p> <p>La titulización da mayor seguridad al inversionista. Revisar cómo calzar los plazos y la volatilidad de las facturas</p> <p>Utilizar la titulización de flujos</p> <p>La titulización sirve para tener un paquete más grande</p> <p>Ya tienen experiencia con patrimonios fideicometidos</p>	<p>Tienen contratos anuales con proveedores de mercadería (80% de ventas de grandes empresas, que representan el 20% de empresas en total, y 20% de ventas de medianas empresas, que representan el 80% de empresas en total)</p> <p>Los emisores tendrían que tener contratos de largo plazo</p> <p>Desarrollar reportes de gobierno corporativo</p> <p>La gran empresa debe colaborar para seleccionarlas adecuadamente</p>
	<p style="text-align: right;">↑</p>

Covenants

Cuadro 3.6. *Matriz de entrevistas a funcionarios públicos y ejecutivos del sector privado (continuación)*

Estructura de la emisión	Scotia Fondos	BNB Valores	Fondos Sura	Apoyo & Asociados	Profuturo	Supermercados Peruanos
<p>Clasificación de riesgo esperada</p> <p>Prefieren invertir en instrumentos en AA- a más</p> <p>El tamaño de los emisores castiga la clasificación</p> <p>Ellos podrían comprar mínimo BBB</p>				<p>Podría estar entre BBB y A+ sin el mejorador. Con una garantía de una institución con una clasificación de AAA al 50%, el <i>rating</i> estaría en AA-</p>		
<p>Manejo del <i>default</i></p> <p>Ejecutar garantías. La solidaridad es un mejorador pero es difícil de implementar, por lo que la estructura no la debería contemplar</p>					<p>Si un banco formara parte de la emisión, mejoraría la figura (conocimiento del segmento de clientes)</p>	

- 3) Existen limitaciones para trabajar con una estructura cuyos flujos estén titulizados a través del MAV, toda vez que este no halla reglamentado. No obstante, existe el espacio para proponer una recomendación y lograr un cambio de la norma con el regulador.
- 4) La estructura propuesta sería atractiva sobre todo para fondos mutuos, fondos de inversión, *family offices* e inversionistas particulares con excedentes disponibles. Por el momento, las AFP estarían autoexcluidas a causa del tamaño de la emisión, ya que la rentabilidad recibida no compensaría el costo de seguimiento de los originadores.
- 5) Debido a las restricciones de inversión de los potenciales compradores, es preferible trabajar con una oferta pública para poder llegar a una mayor cantidad de inversionistas. No obstante, una oferta privada sería recomendable en caso de que la estructura resultara siendo calificada como *high yield* (clasificación de riesgo inferior a BBB-).
- 6) La emisión podría obtener una tasa alrededor del 9%, de acuerdo con lo indicado por los inversionistas potenciales, mayor incluso en 200 pbs que lo que se encuentra en el mercado para una emisión AA- y para un plazo de cinco años. Esta prima adicional se debe a la mayor percepción de riesgo que tienen acerca del nuevo instrumento debido a que no se conoce el desempeño de este. Sin embargo, el costo efectivo será más alto dados los gastos exigidos para la emisión. Según la data analizada, los costos más importantes serían los de la garantía, clasificación de riesgo y los de la administración del fideicomiso.
- 7) Si bien el riesgo crediticio de los originadores (medianas empresas) no se transfiere a la gran empresa, ya que esta solo cumple la función de servidor, su presencia dentro de la estructura permite mejorar la percepción de riesgo la emisión. Para que exista el riesgo de contraparte, la gran empresa tendría que otorgar un aval o suscribir acuerdos que lo comprometan en la estructura y, por tanto, lo obliguen al repago de la deuda; no obstante, si las empresas titulizaran flujos asociados a otro tipo de empresas de menor tamaño o a clientes minoristas, el riesgo de la emisión sería mucho mayor.

- 8) El monto de la emisión debe ser tal que resulte atractivo para los inversionistas y que permita obtener beneficios de escala. Si el monto es muy bajo, se perderían los beneficios de la emisión conjunta y se limitaría la cantidad y el perfil de los inversionistas, lo cual conllevaría una mayor tasa para la emisión.
- 9) El monto a ofrecer también determinará la cantidad de empresas que formarán parte de la emisión, puesto que determinará el nivel mínimo de ventas necesario para obtener la cobertura requerida para el servicio de la deuda. Por otro lado, no pueden ser demasiadas, toda vez que encarecen los costos de evaluación de riesgos y de seguimiento de la estructura.
- 10) La inclusión de un *controller* sería de utilidad para los inversionistas, puesto que disminuye los costos de seguimiento de las empresas originadoras. Una condición importante para que agregue valor es que sea una persona o empresa de renombre y que cuente con el *expertise* necesario para evaluar medianas empresas.
- 11) El uso de garantías (reales y de un tercero) es indispensable para mejorar la estructura, dado que se trata de empresas aún desconocidas en el mercado, las cuales en sí mismas no son buenos garantes. La sobrecolateralización requerida por el mercado sería entre 1.2 y 1.5 veces el valor emitido.
- 12) Los plazos de emisión no pueden exceder los cinco años, hasta que el mercado valide cómo funciona este tipo de estructura y esté dispuesto a realizar inversiones de más largo plazo.
- 13) La titulización de flujos futuros da solidez a la emisión y permite mejorar la estructura por la relación con la gran empresa. No obstante, se debe establecer un mecanismo de sustitución de flujos en caso de que el originador deje de trabajar con el comprador principal (la gran empresa). Bajo ese escenario, se podrían reemplazar los flujos provenientes de otra empresa que adquiera bienes y/o servicios de la mediana empresa.

- 14) Se deben establecer *covenants* sobre la *performance* financiera de los originadores y del patrimonio fideicometido, con el objetivo de proteger al inversionista. Asimismo, se debe contar con mecanismos de aceleración en el caso de incumplimiento para no desmejorar la calificación durante la vigencia del programa.
- 15) La amortización de la deuda debería en principio responder al ciclo de negocio de las empresas. Por esta razón, aun cuando se requiere diversificación de rubros, sería recomendable que todas cuenten con ciclos de negocio similares.
- 16) Se requieren acuerdos contractuales sólidos que comprometan a las empresas como parte de la estructura, de manera individual, hasta el final de la vigencia del programa. No es posible reemplazar originadores, por lo que en caso de *default* se deben ejecutar las garantías y establecer mecanismos de recuperación sobre el deudor que haya incumplido el pago de la deuda.

A manera de resumen, en el cuadro 3.7 se presentan los elementos críticos para la estructura identificados mediante la evaluación de casos y la realización de las entrevistas con los expertos.

En suma, la estructura base trabajada en función de los casos de Compass, los bonos Corona, los bonos de titulización Wong & Metro y los bonos de titulización Los Portales es viable, pero se hace necesario recoger las recomendaciones dadas por los *stakeholders* consultados.

Es importante considerar que, por tratarse de un análisis académico, algunas características específicas de las empresas no podrán ser establecidas; sin embargo, se presentará un diseño conceptual que fácilmente pueda ser adaptado a posibles originadores en el futuro.

Cuadro 3.7. Resumen de los factores críticos identificados

Área	Factor crítico identificado
Factor común de los originadores	Ser proveedores de una gran empresa da solidez a la agrupación de empresas
Uso del MAV	Se requiere modificar la regulación para aprovechar sus ventajas
Atractividad para inversionistas	El instrumento es atractivo para inversionistas que dispongan de cierta flexibilidad en sus decisiones de inversión (fondos mutuos, fondos de inversión, <i>family offices</i> y particulares)
Tipo de oferta en el mercado de valores	Realizar oferta pública para atraer mayor número de potenciales inversionistas
Posible tasa de emisión	La emisión sería atractiva con una tasa de 9%
Rol de la gran empresa en la estructura	La participación de una gran empresa mejora la percepción de riesgo de la emisión
Monto de emisión	La agrupación de empresas logra un volumen de emisión atractivo para los inversionistas
Características de los emisores	Las condiciones de la emisión (monto, plazo) determinarán las características de ventas/tamaño y cantidad empresas originadoras
Gestión de los originadores	La participación de un <i>controller</i> en la estructura mejora la gestión del riesgo de la emisión
Colaterales	La tenencia de garantías es indispensable, con una cobertura mínima de 1.2 veces
Plazo posible de la emisión	El plazo no puede exceder los 5 años hasta que la estructura sea conocida por el mercado
Titulización de flujos	La sustitución de flujos en el esquema de titulización es indispensable, para mitigar volatilidad e incertidumbre
Resguardos financieros	Es necesario contar con <i>covenants</i> y mecanismos de aceleración
Tipos de negocios	La diversificación es una fortaleza de la emisión
Reemplazo de originadores	No es viable. La permanencia debe ser obligatoria durante el periodo de la emisión

Fuente: Cuadro 3.6.
Elaboración propia.

4

Estructura de la propuesta alternativa

En este capítulo se estructura una propuesta de esquema de financiamiento que permitiría a un conjunto de medianas empresas obtener fondos en forma grupal en el mercado de capitales, a un plazo mayor y una tasa más baja que la ofrecida actualmente por el sistema financiero peruano. Además de los factores críticos de éxito presentados en el capítulo anterior, también se han tomado en cuenta algunas consideraciones que LAVCA (Asociación Latinoamericana de Capital de Riesgo) propone analizar antes de ingresar al mercado de valores (ver anexo 3).

1. Descripción, diseño de la estructura propuesta y participantes

En la figura 4.1 se presenta un esquema donde se detalla la estructura de financiamiento considerada para impulsar el financiamiento de medianas empresas.

La operatividad de esta estructura será la siguiente:

- Se selecciona un conjunto de medianas empresas con necesidades de financiamiento a mediano o largo plazo para la compra de activos fijos o sustitución de deuda originada por la compra de activos fijos. Estas empresas constituirán un *pool*, y, por lo tanto, la emisión generada las tendrá a todas ellas como originadoras.

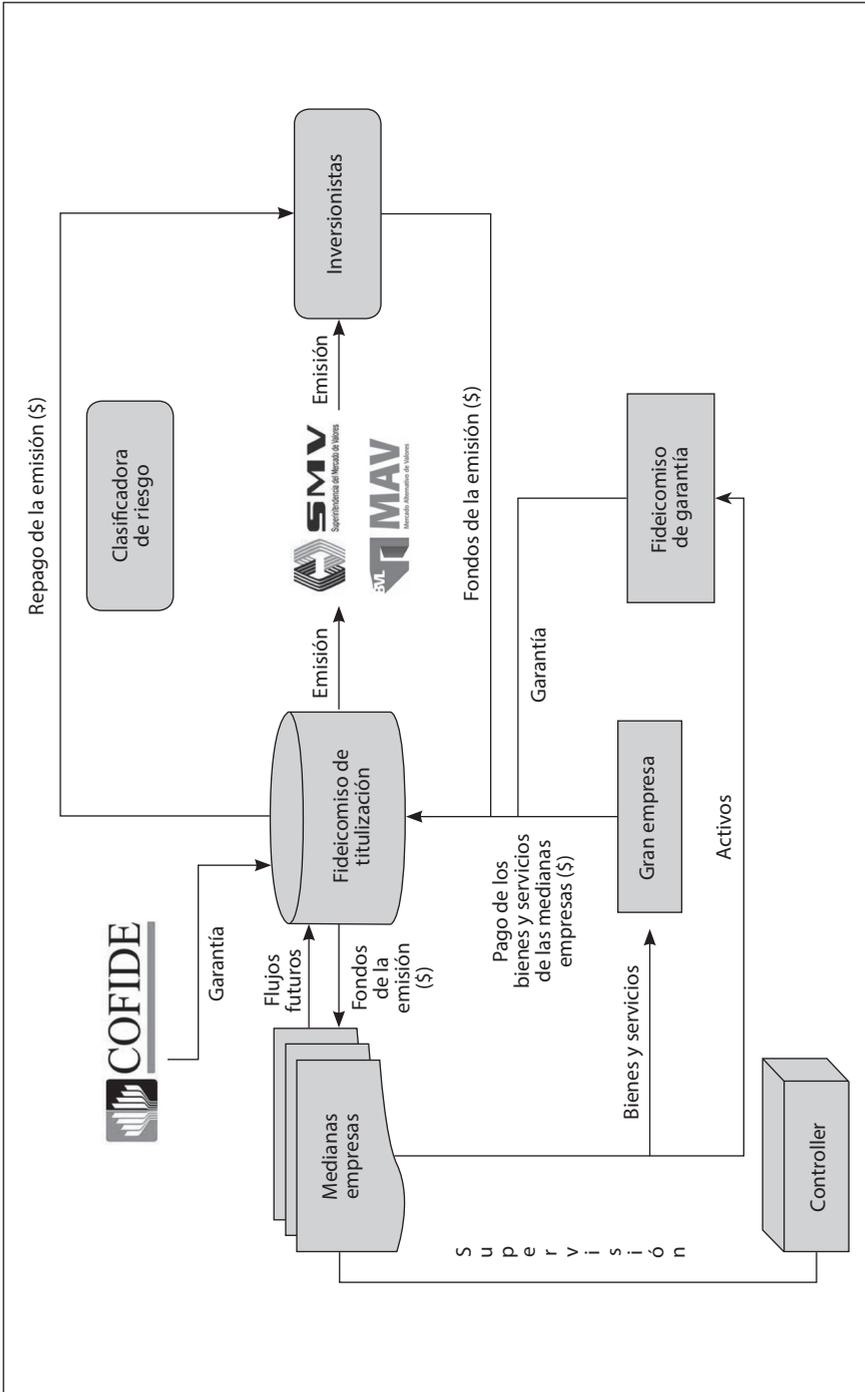


Figura 4.1. Estructura de financiamiento
Elaboración propia.

- Dichas empresas tendrán un *controller* que se encargará principalmente de supervisar la inversión de los fondos obtenidos con la emisión y de verificar que los originadores cumplan con los estándares de gestión exigidos por los inversionistas. Más adelante se presentan con mayor detalle las funciones que desempeñará este participante.
- Las medianas empresas titularán los flujos futuros asociados a la cobranza de las cuentas por cobrar actuales y futuras que generen con una gran empresa que cuente con una calificación de riesgo igual o superior a AA- y sea de reconocido prestigio. Los flujos de las cuentas por cobrar a titularizar deberán tener como mínimo un valor de 1.25 veces el servicio de la deuda. Una vez cubierta la cascada de pagos del fideicomiso, si no hay ningún incumplimiento de algún resguardo financiero, los excedentes serán liberados y puestos a disposición de las medianas empresas.
- En caso de que los flujos cedidos generados con una gran empresa tengan un valor menor de 1.25 veces el servicio de deuda, las medianas empresas deberán ceder las cuentas por cobrar de sus otros clientes hasta llegar a cubrir la cifra mencionada. En dicha situación, la sociedad tituladora clasificará a todos los clientes de la empresa en función de su calificación de riesgo y de los reportes de la central de riesgo —en caso de que el cliente no tenga una calificación disponible— y elegirá a los clientes con las mejores calificaciones de riesgo.
- Se constituirá un fideicomiso de activos en garantía, el cual contendrá como patrimonio fideicometido los bienes que hayan sido adquiridos con los fondos de la emisión. En caso de reestructuración de pasivos, la empresa que reciba los fondos para dicho fin, deberá entregar al fideicomiso un activo que respalde la operación. Cabe señalar que, al momento de la emisión, el valor contable y de mercado de dichos bienes deberá ser superior al monto de la emisión.
- Se incluirá la figura de un mejorador, quien en principio sería un organismo con una calificación local igual o superior a AA+ que garantice parcialmente la emisión, hasta por un 50% de esta.
- Se constituirá una carta de crédito *stand by* irrevocable que servirá para respaldar el servicio de la deuda. Su monto equivaldrá a los siguientes seis meses de pago del servicio de la deuda, y será garantizada por cada uno de los originadores con respecto a la par-

te del servicio de deuda que le corresponda. Sin embargo, en caso de que se recurra a dicha carta de crédito por incumplimiento en el pago de alguno de los originadores, se utilizarán todos los fondos disponibles de aquella, por lo que será solidaria entre todos los originadores. Debido a esto, es responsabilidad del originador que incumplió parcialmente el pago de su servicio de deuda cubrir el déficit originado. Cabe señalar que, de acuerdo con lo establecido en la Resolución SBS 11356-2008, se consideran garantías preferidas autoliquidables los depósitos en efectivo, los derechos de carta de crédito *stand by* y el oro en lingotes, por lo que el mantener una carta de crédito *stand by* en vez de depósitos en efectivo en una cuenta de reserva de servicio de la deuda no afecta el rating del instrumento.

Cabe señalar que cada empresa originadora responderá por el monto proporcional de la emisión correspondiente a la obligación asumida, de forma directa e incondicional, por lo que no hay solidaridad en los pagos.

Asimismo, es necesario que todos los originadores firmen entre ellos un «acuerdo de asociatividad», en el que queden claras las responsabilidades de cada una de las partes en relación con la emisión, así como los mecanismos de repago en caso de que haya un incumplimiento por parte de uno de ellos.

1.1. Medianas empresas

En nuestro esquema, la mediana empresa cumple el rol de originador de los activos a titularizar y es proveedor de bienes y servicios a una gran empresa. Para la estructura propuesta, la mediana empresa se define como aquella que tenga como mínimo tres años de operación y que registre ventas de entre 1,700 y 18,400 UIT anuales, lo que equivale a ventas entre S/ 6.5 millones y S/ 70 millones (considerando un valor de la UIT de S/ 3,800 al año 2014).

1.2. Gran empresa

La gran empresa es considerada en la estructura como un tercero vinculado al pago (servidor de flujos) y, a la vez, como un mejorador mientras dure el contrato con sus empresas proveedoras. Las medianas empresas son, en este esquema, las que quedan obligadas a pagar, pero corresponde a las grandes (clientes de las medianas) proveer los flujos de pago de la emisión

al cancelar las facturas originadas por la venta de bienes y servicios de las medianas empresas (proveedoras).

Se considerarán potenciales integrantes de la siguiente estructura a aquellas grandes empresas que tengan, como mínimo, una clasificación de riesgo de AA- por su deuda de largo plazo o por su solvencia financiera, o bien una clasificación de 1a respecto de sus acciones (ver anexo 4).

1.3. *Controller*

El *controller* es una empresa nombrada por el estructurador, cuyo costo será asumido por el fideicomiso de titulización. Dentro de la estructura, el *controller* cumpliría diversas funciones, entre las que destacan:

- Supervisar el uso de los recursos obtenidos a través de la emisión.
- Supervisar la gestión de las medianas empresas para que estas se adecúen a las normas requeridas por el mercado y los inversionistas.
- Validar la información contable-financiera presentada por las medianas empresas.
- Centralizar la información de las empresas para afrontar cualquier requerimiento relacionado con la titulización.

Es importante resaltar el *expertise* que el *controller* debería tener en el manejo de medianas empresas, pues en la medida en que sea un *controller* reconocido que brinde una adecuada supervisión de la gestión que realicen las medianas empresas, los inversionistas tendrían una mejor percepción de seguridad de que se generarían los flujos necesarios para el repago de la deuda durante toda la vida del bono de titulización.

En la medida en que las sociedades tituladoras adquieran el *expertise* en el manejo de medianas empresas, la función de *controller* podría ser asumida por estas.

1.4. Sociedad tituladora

La sociedad tituladora se encargará de titular las cuentas por cobrar de las medianas empresas. Asimismo, se encargará de incorporar en el fideicomiso las cuentas por cobrar cedidas por estas aquellas.

La sociedad titulizadora, como fiduciaria de los flujos, se encargará de administrar la emisión. Dentro de las funciones a realizar, se encargarán de:

- Determinar las condiciones, contratos y otros documentos a ser suscritos por las compañías originadoras dentro del marco de la emisión.
- Ser el intermediario entre las empresas originadoras y las demás entidades involucradas en la emisión (autoridades, calificadoras, garantes, inversionistas, entre otros).
- Administrar los fondos recibidos y repartirlos entre cada originador. Asimismo, enviará el cronograma de pagos que le corresponde a cada uno e indicará los montos a retener mensualmente a fin de repagar la deuda.
- En caso de que dos días antes del pago de la cuota de la emisión no se cuente con los fondos suficientes para repagarla y se hayan agotado todos los recursos de la carta de crédito *stand by*, la sociedad titulizadora solicitará al garante que abone los fondos necesarios para cubrir con el pago de bono. Cabe señalar que el garante cubre solo hasta el 50% del valor de la emisión.
- Presentar los informes que sean requeridos por las autoridades competentes, las clasificadoras de riesgos y los inversionistas.

En el cuadro 4.1 se tiene la relación de las ocho sociedades titulizadoras en el Perú que podrían titular este instrumento.

Cuadro 4.1. Sociedades titulizadoras en el Perú

1. Acres Sociedad Titulizadora S.A.
2. Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A.
3. Continental Sociedad Titulizadora S.A.
4. Credicorp Capital Sociedad Titulizadora S.A.
5. Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A.
6. Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A. (Intertítulos ST)
7. Scotia Sociedad Titulizadora S.A.
8. Trust Sociedad Titulizadora S.A.

Elaboración propia.

De acuerdo con información referencial tomada de una de las tituladoras del mercado, la estructura planteada se podría presentar tanto en una oferta privada como en una oferta pública.

1.5. Fiduciario

El fiduciario tendrá dominio fiduciario sobre los activos que se adquirieran con los fondos de la emisión, o los activos que garanticen la emisión en caso de que los fondos sean destinados al refinanciamiento de deuda. Dichos activos formarán parte del patrimonio fideicometido.

De acuerdo con lo indicado por La Fiduciaria¹⁷, el costo de tener un fideicomiso en la estructura incluye una comisión de estructuración de S/ 15,000 y una comisión de administración mensual de S/ 3,500 aproximadamente.

En caso de incumplimiento de uno de los originadores, el fiduciario ejecutará la garantía, vendiéndola y poniendo a disposición de los bonistas los fondos provenientes de dicha venta a fin de prepagar la parte correspondiente a dicho originador, así como los intereses devengados hasta la fecha de prepago, y los excedentes, en caso de que los haya, serán puestos a disposición del originador que entró en *default*.

Cabe señalar que la labor del fiduciario de las garantías la puede cumplir la sociedad tituladora. Sin embargo, esta figura no es utilizada, pues los inversionistas prefieren mantener los fideicomisos de forma separada.

1.6. Mejorador

El mejorador otorgará una garantía hasta por el 50% del saldo pendiente de pago de la emisión. Será utilizada en caso de que los fondos provenientes por la ejecución de la garantía no fueran suficientes para prepagar a los bonistas con respecto a la exposición que tenían con el originador que entró en *default*.

La reputación del mejorador es muy importante en esta estructura no solo por la garantía a otorgar, sino también porque para poder otorgarla habría realizado un análisis de *due diligence*, lo que sería para los inversionistas un indicador de la calidad del instrumento.

17. Entrevista con alto funcionario de La Fiduciaria.

Entre las instituciones que se han considerado como capaces para otorgar la garantía tenemos:

- **Banco Interamericano de Desarrollo (BID).** Posee una calificación internacional de AAA otorgada por Moody's y Standard & Poor's.
- **Corporación Andina de Fomento (CAF).** Cuenta con calificaciones internacionales de Standard & Poor's (AA-), Moody's (Aa3) y Fitch Rating (AA-).
- **International Finance Corporation (IFC).** Tiene calificaciones internacionales de Moody's (Aaa) y Fitch Rating (AAA).
- **Cofide.** Posee una calificación local de AAA (Apoyo y Equilibrium) y una calificación internacional BBB+ (Fitch Rating y Standard & Poor's).

Se considera que Cofide, dado su rol como promotor del mercado de capitales y el apoyo que brinda a las medianas, pequeñas y microempresas, es una institución que podría garantizar esta estructura. Dada su calificación de riesgo (AAA local y BBB+ internacional), mejora la de nuestro instrumento. Asimismo, Cofide podría asumir la función de *market maker*, pues ya cuenta con la plataforma dedicada al asesoramiento de pymes a través de la cual podría iniciar la operatividad del programa.

Cabe señalar que Cofide podría utilizar los recursos del Fondo Múltiple de Cobertura Mype (Cobmype),¹⁸ de tal manera que dicho fondo apoye también a las medianas empresas.

En caso de un incumplimiento por parte de los originadores que lleve al prepagado de los bonos, se realizarán las siguientes acciones:

18. Si bien el COBMYPE no es una institución *per se*, funge como fondo de cobertura para apoyar el desarrollo de micro- y pequeñas empresas. Su administración recae en Cofide, que se encarga de gestionar la emisión de las garantías respaldadas con recursos del fondo. En la actualidad, el fondo no cuenta con clasificación de riesgo, y tiene como fecha de vencimiento el mes de octubre del 2014; sin embargo, se considera que, durante el proceso de renovación del mismo, podrían establecerse nuevas características que le permitirían formar parte importante de la estructura que se propone.

- a) El mejorador honrará la garantía otorgada hasta por el 50% del saldo del bono a la fecha del prepago.
- b) Una vez hecho esto, el mejorador se convertirá en un acreedor del fideicomiso de titulización y compartirá las garantías con los bonistas, repartiéndose *pari passu* los flujos provenientes de la ejecución de los activos que formaban parte del fideicomiso de garantía.

1.7. Representante de los obligacionistas

Representa a los bonistas en el marco de la emisión. Dentro de las principales funciones que asumiría están:

- Actuar en nombre de los bonistas en los procesos judiciales y concursales.
- Solicitar información al *controller* y a las empresas originadoras e informar a los bonistas.
- Convocar y presidir la asamblea de bonistas.
- Informar a los bonistas y las autoridades respectivas cuando exista algún incumplimiento.

En principio, esta función podría ser asumida por la sociedad titulizadora, específicamente por el factor fiduciario designado para el fideicomiso en cuestión.

1.8. Clasificadoras de riesgo

La clasificadora de riesgo evaluará este instrumento en función de la calidad crediticia de la mediana empresa y de la estructura planteada. El objetivo de este instrumento es tener como mínimo una calificación de AA-, ya que, de acuerdo con lo indicado por los fondos mutuos¹⁹, a partir de esta calificación de riesgos ellos evaluarían adquirir este instrumento, pues el mercado de *high yield* en el Perú está poco desarrollado.

19. Entrevista con altos funcionarios de dos de las principales administradoras de fondos mutuos y de inversión en el Perú.

Según la calificadora Apoyo y Asociados²⁰, nuestra estructura podría obtener una calificación de AA- siempre y cuando se logre obtener una garantía por el 50% de la emisión otorgada por una institución que cuente con un *rating* de AAA local. Cabe señalar que, una vez que el instrumento se encuentre en el mercado y se observe su comportamiento, se podría mantener el mismo *rating* con menores mejoradores.

Cabe señalar que la participación de la gran empresa influye en la calificación del instrumento en la medida en que se tengan contratos de largo plazo entre aquella y las empresas originadoras.

1.9. Autoridades competentes

Las autoridades competentes relacionadas con la emisión son:

- La Superintendencia del Mercado de Valores.
- La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, en relación con el fideicomiso de garantía.

De acuerdo con lo indicado por la SMV²¹, el MAV está concebido para un emisor y no para una titulización. En caso de que se requiera realizar esta emisión en el marco del MAV, se necesitaría un cambio en la normativa vigente.

2. Escenarios ante una situación de incumplimiento de una mediana empresa

En caso de incumplimiento de una de las empresas que conforman el grupo de originadores, se manejarían dos escenarios:

2.1. Escenario 1: incumplimiento temporal por una situación coyuntural

Bajo este escenario se observa que, si bien la mediana empresa no está en condiciones de pagar totalmente el servicio de la deuda en un periodo,

20. Entrevista con funcionario de Apoyo & Asociados Internacionales.

21. Entrevista con funcionario de la SMV.

esto se debe a una situación circunstancial que debería ser corregida en los próximos meses. En este caso se debe tener la opinión del *controller* que indique que la problemática es coyuntural y que ya se han tomado las acciones correctivas a fin de evitar que esta situación vuelva a suceder. Asimismo, se hace uso de la carta de crédito *stand by* y se retienen los fondos titulizados de todas las medianas empresas hasta que la empresa que entró en default repague completamente la deuda y cubra la devolución de los fondos de la carta de crédito que fue utilizada para cubrir sus obligaciones.

2.2. Escenario 2: incumplimiento permanente

Bajo este escenario se observa que es poco probable que la mediana empresa pueda repagar la deuda. En ese caso, el fiduciario ejecuta los activos del originador que entró en *default* y los fondos provenientes de la venta servirán para prepagar la porción del bono que corresponde a dicho originador. En caso de que los fondos disponibles no fueran suficientes para pagar el principal y los intereses devengados, se ejecutaría la garantía del mejorador hasta cubrir dicho monto.

Para cuantificar el nivel potencial de incumplimiento que podría enfrentar la emisión, se ha revisado la información de morosidad por tipo de empresa que se registra en el sistema financiero. De acuerdo con las estadísticas de la SBS, las medianas empresas presentan ratios de morosidad²² por producto, en los niveles promedio que se muestran en la figura 4.2.

Como se puede apreciar, los niveles de morosidad entre productos son bastante distintos. Aun cuando el mecanismo de repago de la emisión propuesta es similar al del *factoring*, dado que el destino de fondos será principalmente el de inversión en activos fijos, se considera que el producto bancario más comparable sería el *leasing*, el cual presenta un indicador de mora de 2.07%.

En este sentido, se considera que las reservas que se mantendrán como parte de la estructura permitirán cubrir potenciales atrasos de los origina-

22. De acuerdo con la normativa SBS, el ratio de morosidad se calcula considerando la cartera vencida con atraso mayor a 30 días entre el saldo total de colocaciones.

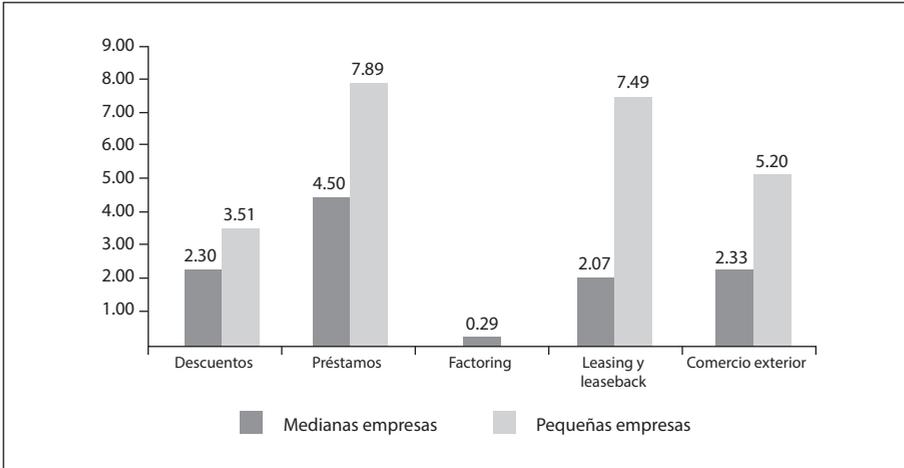


Figura 4.2. Ratios de morosidad por producto de pequeñas y medianas empresas

Fuente: SBS, 2014b.

Elaboración propia.

dores. Cabe resaltar que los niveles de morosidad mostrados en la figura 4.2 corresponden al promedio de todas las empresas medianas y que —como se indicó anteriormente— una condición indispensable para la inclusión de una mediana empresa como parte del conjunto de originadores es que tenga experiencia crediticia positiva en el sistema financiero, lo cual disminuirá el nivel de morosidad antes presentado.

3. Características de las empresas y su oferta potencial

Se considera que las medianas empresas que deberán formar parte de esta estructura deberán contar con las siguientes características:

- Empresas que registren ventas de entre 1,700 y 18,400 UIT anuales, lo que equivale a montos de entre S/ 6.5 millones y S/ 70 millones.
- Empresas que tengan como principal cliente a una gran empresa con una calificación de riesgo igual o superior a AA-. Esta relación debe haber comenzado como mínimo tres años antes de la emisión, pues esto indicaría estabilidad en la relación comercial y en la generación de ingresos producto de la venta de bienes y/o servicios con

la gran empresa. Asimismo, sería preferible que exista un vínculo contractual que regule las condiciones y vigencia de dicha relación comercial.

- Empresas en etapa de crecimiento que cuenten con un plan de inversión definido en función de la demanda proyectada.
- Empresas con capacidad de endeudamiento cuyos flujos le permitan cumplir con los pagos del nuevo servicio de la deuda proyectado.
- Empresas con una buena administración y que estén dispuestas a cumplir con estándares de gestión y tener la supervisión de un *controller*.
- Empresas que manejen adecuadamente sus estados financieros.
- Empresas que posean experiencia crediticia en el sistema financiero.
- Empresas que no hayan emitido anteriormente instrumentos de deuda en el mercado de valores, con excepción del MAV.
- Empresas que no estén registradas como deudores morosos en Infocorp en los últimos dos años.
- Empresas cuyas ventas con la gran empresa en esta estructura no representen más del 50% de sus ventas totales.
- Empresas cuyo flujo mínimo a titularizar (125% del servicio de deuda mensual proyectado y los gastos de la estructura de financiamiento) no represente más del 80% del Ebitda mínimo mensual histórico observado durante los últimos doce meses.

Asimismo, entre las funciones que tendrán las empresas originadoras en el marco de la estructura, se encuentran las siguientes:

- Cumplir con las obligaciones asumidas en el acuerdo de asociatividad.
- Entregar al *controller* y a la sociedad titularizadora la información requerida.
- Entregar en dominio fiduciario activos de la empresa que tengan un valor de mercado de, como mínimo, el 120% de la emisión, de tal manera que sirvan para respaldar las obligaciones asumidas frente a los inversionistas y en la misma prioridad al garante cuando este haya honrado su garantía; en segundo lugar, las obligaciones asumidas frente al banco emisor de la carta de crédito *stand by*; y, en tercer lugar, las obligaciones asumidas frente a los otros originadores (costos y gastos asumidos con respecto a la emisión, etc.).

- Transferir las cuentas por cobrar de la empresa con el fin de cubrir como mínimo el 125% de la obligación de pago del periodo asumida en el marco de la emisión.
- En caso de que los flujos cedidos no sean suficientes para afrontar el pago del servicio de la deuda, como mínimo tres días hábiles antes del vencimiento de una cuota de la emisión, la empresa deberá trasladar los recursos necesarios para cubrir su obligación.
- Reponer los fondos de la carta de crédito *stand by* que hayan sido utilizados para cubrir el pago de las obligaciones asumidas por la empresa.

3.1. Objetivo del financiamiento

El objetivo del financiamiento es la adquisición de activos fijos o la sustitución de la deuda que fue utilizada para la adquisición de los activos fijos, y que hoy es más costosa que la que podrían obtener en el mercado de capitales; o es de corto plazo y les genera un descalce de plazos. Se considera que este objetivo es el adecuado, pues una inversión en esta clase de activos, cuando la mediana empresa se encuentra en crecimiento y ha identificado una demanda insatisfecha permite una mayor generación de ingresos en los siguientes años, con lo que la capacidad de repago de la deuda de la empresa sería mayor.

3.2. Asociatividad

Las medianas empresas deben estar dispuestas a asociarse para que este mecanismo funcione, pues queda claro que el sistema financiero no representa la mejor alternativa de financiamiento, y que, por otro lado, al tratar de ingresar solos en el mercado de capitales, afrontarían altos costos y se encontrarían con una demanda que probablemente no analizaría la adquisición de sus instrumentos de deuda, debido a los bajos volúmenes de endeudamiento.

En este escenario, la estructura propuesta disminuye los costos de emisión por empresa, pues además de aprovechar las ventajas del MAV, los costos fijos de emisión se prorratan entre un mayor número de empresas. Asimismo, el monto a emitir es mayor, por lo que la emisión atraería a más inversionistas, con lo cual se reduce la tasa de colocación. Todas estas ventajas crean una disposición a asociarse.

La mecánica de asociatividad para las medianas empresas sería la siguiente:

- Las medianas empresas serán de diversos rubros (diversificación de la oferta) pero serán proveedores de una gran empresa con una calificación de riesgo igual o superior a AA-.
- A fin de poder financiar su plan de inversiones e incrementar su producción, las empresas emitirán conjuntamente instrumentos de renta fija, para lo cual se comprometen a mantener una adecuada gestión empresarial y brindar toda la información necesaria al *controller*, quien hará recomendaciones con el fin de mejorar la gestión y garantizar el repago del bono.
- Las empresas se obligan a repagar la deuda a través de los fideicomisos de titulización y garantía.

Los riesgos estarán distribuidos en función del endeudamiento que tendría cada mediana empresa frente al monto emitido. Cabe señalar que el monto máximo por el cual una mediana empresa podría endeudarse con respecto al monto total emitido es del 30%, por lo que en caso de que una mediana empresa entre en *default*, la cobertura del mejorador sería suficiente para asumir las obligaciones pendientes de pago de dicha empresa.

4. La demanda potencial

4.1. Los inversionistas potenciales

De acuerdo con los comentarios de los expertos entrevistados, la estructura propuesta podría resultar atractiva tanto para inversionistas particulares como para institucionales.

En el primer caso, esta inversión sería interesante para personas naturales con excedentes que buscan rentabilizar en papeles de mediano y/o largo plazo. Estas adquisiciones serían coordinadas por intermedio de *family offices* y de sociedades agentes de bolsa, a favor de compradores de renta alta (por ejemplo, clientes de banca patrimonial).

Por otro lado, los principales inversionistas institucionales serían fondos mutuos, fondos de inversión y patrimonios autónomos (fideicomisos y comisiones de confianza); sin embargo, no se descarta el interés de las AFP y compañías aseguradoras, que podrían participar más adelante, en la medida en que este tipo de estructuras comiencen a tener un *track record* en el mercado de capitales, siempre que el monto emitido sea mayor.

4.2. Restricciones de los inversionistas

Las restricciones que sufre actualmente el mercado por el lado de la demanda se pueden agrupar de la siguiente forma:

- a) Tamaño de las emisiones. Para todo proceso de emisión, un inversionista requiere analizar el activo financiero que desea adquirir. Esto contempla incurrir en ciertos costos y gastos, en los que destaca el uso del capital humano especializado. Cuando una emisión es muy pequeña o el porcentaje de esta que se puede adquirir es limitado (como sucede con las AFP, por ejemplo), no es posible diluir estos costos, por lo que no resulta rentable siquiera iniciar el análisis sobre los activos.
- b) Necesidades de clasificaciones de riesgo. Si bien con la creación del MAV se ha buscado limitar la necesidad de considerar una clasificación de riesgo en lugar de dos, algunos inversionistas, basados en sus propios perfiles de riesgo aceptado, han asumido como propia esta limitación, considerando en sus políticas de inversión la necesidad de contar con, por lo menos, dos clasificaciones de riesgo. Este hecho limita no solo la posible participación de algunos inversionistas en ciertas emisiones, sino que desestima una de las principales ventajas del MAV.
- c) Perfil de riesgo de las emisiones. Los potenciales inversionistas mantienen políticas de inversión en las que se establecen parámetros de clasificación de riesgo de primer nivel en general. Es decir, no existe hoy un mercado de *high yield* en el Perú, pues los inversionistas apuntan únicamente a colocaciones con grado de inversión. Esta limitación impide el desarrollo de estructuras financieras que contemplen mayores riesgos (y mayores rendimientos esperados) y genera la necesidad de

incluir mejoradores y garantías que encarecen el costo financiero del originador.

En el caso de nuestra estructura, se incluirán garantías y mejoradores que nos permitan obtener una clasificación tal que permita responder a las necesidades de nuestros inversionistas potenciales (AA-).

- d) Información asimétrica. Las empresas que emiten regularmente en el mercado cuentan con información actualizada de sus estados financieros, gestión y otros aspectos relevantes, no solo gracias a las evaluaciones periódicas de las clasificadoras de riesgo, sino también a las obligaciones que conlleva formar parte del mercado de capitales. Por otro lado, grandes empresas que aún no emiten valores en el mercado generan información relevante para un potencial inversionista, pues existe un *track record* bancario que la respalde. Cuando se analiza a las medianas empresas que buscan emitir, uno se encuentra ante una realidad diferente: negocios que generan muy poca información en muchos casos, y que, además, no es pública; esto dificulta seriamente la labor de un inversionista potencial, quien no cuenta con los elementos necesarios para tomar una decisión de inversión.

5. Características potenciales de la emisión

Se pueden identificar dos razones por las cuales las medianas empresas no han participado en el mercado de capitales. La primera está relacionada con los costos de la emisión. A fin de incentivar la participación de las medianas empresas en el mercado de capitales, se ha establecido el Mercado Alternativo de Valores. Sin embargo, se considera que la poca utilización de este se halla relacionada con el segundo problema: la poca oferta que pueden brindar las medianas empresas en dicho mercado, originando que el costo y el tiempo en el que incurren los inversionistas institucionales al analizar dichas emisiones no sea compensado por el monto que pudieran adquirir y la rentabilidad a obtener.

Por este motivo, se propone la estructuración de un instrumento financiero que contaría con las siguientes características:

- Monto de la emisión: entre S/ 30 millones y S/ 50 millones.
- Plazo: entre tres y cinco años. Una vez que se haya desarrollado el mercado de estos instrumentos, se propone realizar emisiones de más largo plazo, entre cinco y diez años.
- Forma de repago: amortización constante a ser pagada trimestralmente.
- Tasa de interés: fija. Esta tasa sería nominal anual, pagadera por trimestre vencido. Asimismo, se calcularía considerando los días en una base de un año de 360 días.
- Destino de los fondos: compra de activo fijo o sustitución de deuda que fue destinada a la compra de un activo fijo. Dichos activos garantizarían la emisión y deberán tener un valor contable y un valor de mercado superiores a la deuda.

5.1. Resguardos financieros

Dentro de los resguardos financieros que contempla la emisión y que activan el mecanismo de aceleración, se consideran los siguientes:

- Disminución de la calificación de riesgo del principal cliente de la compañía (la gran empresa) por debajo de AA-, pues los flujos titulizados provienen de dicho cliente. Esta aceleración no se daría en caso de que la mediana empresa pueda titularizar flujos de otro cliente con una calificación de riesgo similar.
- Disminución de las ventas de las empresas originadoras. En caso de que las ventas de la empresa disminuyan en un 30% con respecto al año anterior.
- Tener un ratio de cobertura de deuda total menor de 1.25 veces el servicio de deuda.

$$\text{Ratio de cobertura de deuda total} = \frac{\text{Flujos titulizados del periodo}}{\text{Servicio de deuda} + \text{Gastos del periodo}}$$

En dicho caso se realiza la aceleración del bono, es decir, se retienen todos los fondos recibidos por la gran empresa, para que, en caso de verse comprometida la solvencia de las medianas empresas, el bono se pueda

pagar con estos fondos. Cabe resaltar que el incumplimiento de este ratio solo implica el prepago del bono cuando los fondos recibidos son insuficientes para afrontar el pago del cupón, así como los gastos relacionados con la estructura.

5.2. Estructura de las cuentas

El fideicomiso de titulización tendrá en su patrimonio fideicometido las siguientes cuentas:

- Cuenta de profondeo/excedentes. Se colocarán en esta cuenta los fondos obtenidos por la emisión. Con ellos se atenderán los pagos relacionados con esta y se hará la transferencia a los originadores de los fondos remanentes. En caso de que se hayan cumplido todos los resguardos financieros, se depositarían también en esta cuenta los excedentes, los cuales serían distribuidos en función de los flujos cedidos por cada empresa y los costos y gastos asumidos por esta.
- Cuenta de reserva. En ella se depositarán los fondos provenientes de la carta de crédito *stand by*, en caso de que sea necesario usar los fondos de esta. Asimismo, si son utilizados en un periodo, se repondrán con los excedentes obtenidos de los flujos cedidos en el siguiente periodo después de haber cubierto el servicio de deuda, con el fin de repagar al banco emisor de la carta de crédito *stand by*. Adicionalmente, en caso de que se hubiesen incumplido los resguardos financieros, se retendrían en esta cuenta los excedentes que hubiera luego de pagar los gastos y el servicio de deuda.
- Cuenta recaudadora. Es la cuenta donde la gran empresa depositará los pagos por las cuentas por cobrar cedidas.
- Cuenta de gastos. En ella se depositan los fondos necesarios para pagar la garantía otorgada por el mejorador (se pagaría mensualmente por adelantado), es decir, aquellos que se requieren para realizar el pago a la sociedad titulizadora, a la(s) clasificadora(s) de riesgo, a los auditores de las empresas, si fueran necesarios, y el *controller*, así como los fondos necesarios para realizar el pago al fideicomiso de inmuebles y los gastos asumidos por este como consecuencia del manejo de los activos.
- Cuenta de servicio de deuda. A esta cuenta se transferirán los fondos necesarios para atender el próximo pago del servicio de deuda.

6. Análisis e identificación de riesgos

Los riesgos más importantes que se derivan de la estructura anteriormente presentada se pueden agrupar en tres tipos:

6.1. Riesgo de crédito

Generado por un inadecuado procedimiento de medición de riesgos que no logre identificar falencias que deriven en una posible incapacidad de las empresas medianas para cumplir con el repago de la obligación contraída.

Cabe resaltar que, dado que la cancelación de la deuda emitida se sustenta en la capacidad de generación de flujos de las empresas medianas, el riesgo de crédito de esta transacción lo retienen las empresas que conforman el *pool* de originadores en la proporción del monto recibido. En este escenario, se desprende un posible riesgo moral²³ de alguno de los originadores de manera individual, ya que cualquiera de estas empresas podría tener ciertos incentivos para tomar decisiones riesgosas de inversión que debiliten su capacidad de pago y comprometa la devolución de la deuda de todo el conjunto.

Por otro lado, el riesgo de contraparte está presente en las grandes empresas (clientes de los originadores), ya que, en la medida en que la relación comercial se mantenga y las medianas empresas cumplan con las especificaciones técnicas y de calidad solicitadas por las grandes empresas, el repago del bono estará dado por los fondos provenientes de estas. Al hallarse estos fondos aislados a través de un fideicomiso de titulización, se considera que la estructura mitiga el riesgo de crédito.

6.2. Riesgos operativos

Generados por errores en el diseño o en la ejecución de los procesos, fallas del personal contratado para administrar el programa, problemas tecnológicos o eventos externos no anticipados.

23. El concepto de riesgo moral se puede producir en «... una situación en la que una persona asume un riesgo adicional, puesto que percibe que está totalmente protegido contra las pérdidas o consecuencias de sus propias acciones» (Sosa, 2011).

6.3. Riesgo de mercado

Generado por posibles fluctuaciones en los precios de mercado. Para los inversionistas, esta compra es de tipo *buy and hold*, por lo cual, de aparecer una mejor opción, su posibilidad de reinversión estaría limitada.

7. Evaluación y tratamiento de los riesgos

Para la evaluación y posterior gestión de los riesgos identificados, en el cuadro 4.2 se presenta una matriz que permite clasificarlos en función de su severidad y frecuencia. Esto nos permitirá desarrollar acciones para eliminar dichos riesgos o aminorar su impacto.

Cuadro 4.2. *Reglas para la gestión de riesgos*

Severidad / frecuencia	Alta	Baja
Alta	Categoría I Acción: Evitar o reducir	Categoría II Acción: Transferir
Baja	Categoría III Acción: Mitigar	Categoría IV Acción: Retener

Elaboración propia.

La relación de los riesgos más importantes que enfrenta la estructura propuesta se presenta en el cuadro 4.3. Se han identificado en función de las conversaciones que los miembros del equipo sostuvieron con los expertos.

Respecto al tratamiento de los riesgos, considerando la clasificación de los riesgos presentada anteriormente, se han establecido un conjunto de mecanismos para gestionar activamente dichos riesgos. La aplicación de estas acciones, que se presenta en el cuadro 4.4, permitirá mitigar los riesgos identificados y brindar mayor seguridad a los adquirientes sobre la gestión futura de su inversión.

Cuadro 4.3. *Análisis de impacto de los riesgos de la estructura*

Riesgo	Severidad	Frecuencia	Categoría	Acción
Atrasos coyunturales en los pagos	Baja	Baja	IV	Retener
Pérdida del contrato con la gran empresa	Alta	Baja	II	Transferir
Pérdida de volúmenes con la gran empresa	Alta	Baja	II	Transferir
Disminución de los márgenes del negocio	Baja	Baja	IV	Retener
Falta de flujos para reemplazar los pagos de la gran empresa	Alta	Baja	II	Transferir
Acumulación de cuentas por cobrar de cobranza dudosa	Baja	Baja	IV	Retener
Incremento de los dividendos o cuentas por cobrar a relacionadas	Alta	Alta	I	Evitar
Disminución de patrimonio de los originadores	Alta	Baja	II	Transferir
Incremento de la deuda financiera de los originadores	Baja	Alta	III	Mitigar
Desvío de los flujos recibidos de la emisión	Alta	Baja	II	Transferir
<i>Default</i>	Alta	Baja	II	Transferir
Uso de los fondos en inversiones de un riesgo distinto al de la empresa (riesgo moral), en busca de mayores retornos	Alta	Baja	II	Transferir
Quiebra de un originador	Alta	Baja	II	Transferir
Fusión, integración o escisión de alguna de las empresas	Alta	Baja	II	Transferir
Problemas con la retención de los flujos	Alta	Baja	II	Transferir
Pérdida de valor de los activos adquiridos	Baja	Baja	IV	Retener
Desaceleración del crecimiento económico	Baja	Baja	IV	Retener
Variación de las tasas de mercado	Baja	Alta	III	Mitigar

Elaboración propia.

Cuadro 4.4. *Acciones para gestionar el riesgo*

Acción	Riesgo	Mecanismos
Evitar	Incremento de los dividendos o cuentas por cobrar a relacionadas	Estipular en el contrato la restricción de cambiar la política de dividendos
	Pérdida del contrato con la gran empresa lo que originaría un descalce entre el plazo del financiamiento y los flujos cedidos Pérdida de volúmenes con la gran empresa Falta de flujos para reemplazar pagos de la gran empresa Desvío de los flujos recibidos de la emisión	Establecer contractualmente: a) Los flujos que serán considerados en reemplazo del principal (gran empresa) b) La prelación que se utilizará c) Otros mecanismos de reemplazo de ingresos Solicitar el bloqueo registral de los bienes Establecer una relación <i>loan-to-value</i> adecuada, que evite la toma de riesgos no evaluados
Transferir	Uso de los fondos en inversiones de un riesgo distinto al de la empresa (riesgo moral), en busca de mayores retornos	Seguimiento oportuno e independiente sobre las inversiones de la empresa
	Disminución de patrimonio de los originadores <i>Default</i>	Activación de mecanismos de aceleración Aplicación de garantías reales (bienes adquiridos) y garantías de terceros
	Quiebra de un originador	Establecer acuerdos contractuales sobre cambios en la situación patrimonial
	Fusión, integración o escisión de alguna de las empresas Problemas con la retención de los flujos	Establecer proceso operativo que genere pagos directos
Mitigar	Incremento de la deuda financiera de los originadores Variación de las tasas de mercado	Establecer acuerdos contractuales sobre los niveles de deuda permitidos Crear cláusulas de recompra de deuda (<i>call option</i>)
	Atrasos coyunturales en los pagos	a) Establecer penalidades para incentivar el pago puntual b) Activar mecanismos de aceleración
Retener	Acumulación de cuentas por cobrar de cobranza dudosa	a) Diversificación de actividades de los originadores
	Pérdida de valor de los activos adquiridos Desaceleración del crecimiento económico	b) Activar mecanismos de aceleración

Elaboración propia.

8. El análisis FODA

Basados en las características definidas para nuestra propuesta, se presenta el análisis FODA de la emisión en el cuadro 4.5. Cabe resaltar que la evaluación se ha realizado desde la perspectiva de los originadores en conjunto.

En este capítulo se ha planteado una propuesta que tenga el menor costo y riesgo posible, pero buscando, a la vez, satisfacer la oferta y la demanda en el mercado de capitales. La demanda estaría conformada por los inversionistas que buscan aumentar su rentabilidad y diversificar sus portafolios, según su perfil de riesgo, y, por otro lado, la oferta provendría de aquellas medianas empresas que buscan salir al mercado para obtener financiamientos que cubran sus necesidades de inversión a largo plazo. Para mitigar los riesgos de la emisión se ha incorporado un fideicomiso de garantía y un mejorador que dé un aval por un porcentaje del monto a emitir. Asimismo, se han establecido resguardos financieros y un esquema de prelación de cuentas dinerarias que ayudarían a fortalecer la estructura financiera.

Los inversionistas potenciales identificados serían: los fondos mutuos, fondos de inversión, patrimonios autónomos, *family offices*, sociedades agentes de bolsa e inversionistas particulares.

Los participantes de la estructura son: la mediana empresa, la gran empresa (cliente y servidor de flujos), el fiduciario del fideicomiso de titulización, el *controller*, el fiduciario del fideicomiso de garantía y el mejorador. Adicionalmente, participarían también la clasificadora de riesgos y el representante de los obligacionistas (rol que podría ser asumido por el fiduciario del fideicomiso de titulización).

Por otro lado, los principales riesgos identificados para esta estructura que deben ser evitados o transferidos son: incremento de los dividendos o cuentas por cobrar a relacionadas, por parte de las empresas emisoras; pérdida del contrato con la gran empresa o no renovación durante el periodo de vigencia de los bonos; pérdida de volúmenes con la gran empresa; carencia de flujos para reemplazar pagos de la gran empresa; desvío de los flujos recibidos de la emisión; disminución del patrimonio de los originadores; *default* o quiebra de un originador; fusión, integración o escisión de alguna de las empresas y problemas con la retención de los flujos.

Cuadro 4.5. *Análisis FODA de la estructura de financiamiento propuesta*

Fortalezas	Oportunidades
<p>Experiencia crediticia de los originadores.</p> <p>Antigüedad mínima de inicio de operaciones de los originadores de por lo menos tres años.</p> <p>Sólida relación comercial con el servidor de la deuda de por lo menos 3 años de antigüedad.</p> <p>El volumen de la emisión permite mitigar el impacto de los gastos iniciales y disminuir el costo para cada originador.</p> <p>Diversificación del riesgo de crédito.</p> <p>Cesión de flujos de cuentas por cobrar de alta calidad crediticia vía titulización, permite aislarlos y mitigar el riesgo de no pago.</p> <p>Resguardos financieros que gatillan mecanismos de aceleración.</p> <p>Sobrecolateralización de la deuda.</p> <p>Existencia de garantías reales (en fideicomiso) y cobertura de un tercero sobre una parte de la exposición.</p>	<p>Existencia de necesidades insatisfechas de inversión.</p> <p>Decisión política del regulador para apoyar el ingreso de más jugadores al mercado de capitales.</p> <p>El vehículo de inversión generaría menores costos de financiamiento futuros.</p> <p>Experiencias en el mercado de capitales abren la posibilidad de ventas/fusiones futuras, en condiciones más ventajosas.</p>
Debilidades	Amenazas
<p>Bajo poder de negociación.</p> <p>Falta de información pública periódica.</p> <p>Falta de gobierno corporativo.</p> <p>Dependencia comercial respecto al servidor (máximo 50% de las ventas).</p> <p>Esquema operativo es costoso (fideicomiso, controller, clasificación de riesgo, etcétera).</p> <p>Dificultad para la medición del riesgo individual de los originadores.</p> <p>Dificultad para calzar ciclos de negocios, lo cual haría que algunos originadores se beneficien más que otros.</p> <p>Atrasos coyunturales de una empresa impactarían negativamente en el resto de originadores.</p>	<p>Pérdida de contrato con el servidor de la deuda por aparición de competidores.</p> <p>Posible presión futura sobre los márgenes.</p> <p>Incertidumbre política por la cercanía de las elecciones.</p> <p>Posible disminución de las tasas bancarias de financiamiento, lo cual no podría ser aprovechado por los originadores.</p>

Finalmente, en el análisis FODA se resumen las principales características que hacen viable la emisión: volumen de colocación acorde a las necesidades del mercado, experiencia crediticia de los originadores, cesión de flujos y sólidas garantías. Estas condiciones facilitan la obtención de una clasificación de riesgo conforme a las expectativas de los potenciales inversionistas.

5

Análisis de los potenciales beneficios de la propuesta

En este capítulo se analizan los potenciales beneficios cualitativos de la propuesta que obtendrán tanto las pymes como los inversionistas, la gran empresa —en su función de cliente y servidor de flujos— y, por supuesto, el mercado de capitales. Respecto al análisis cuantitativo, se muestran los beneficios de este esquema con los menores costos de emisión. Por tanto, la estructura propuesta es viable y sería beneficiosa para todos los involucrados en la emisión. Cabe resaltar que, de cara a la mediana empresa, los beneficios no son exclusivamente financieros, sino que la decisión de acceder al mercado de valores tendría un impacto estratégico en su organización interna a través de la revelación de información empresarial y el gobierno corporativo, entre otros.

1. Beneficios cualitativos para las medianas empresas

La emisión de instrumentos de deuda en el Mercado de Valores genera importantes beneficios para el originador, pero no todos son beneficios financieros observables en el corto plazo. A continuación, se mencionan aquellos beneficios que no necesariamente pueden cuantificarse, pero que sí tienen un impacto económico en el largo plazo. A estos, se les denominará «beneficios cualitativos», y representan las ventajas adicionales que pueden lograr las medianas empresas al emitir valores.

1.1. Mayor presencia en el mercado

Emitir en el mercado de capitales es costoso, sobre todo para las empresas que no han alcanzado un tamaño importante que les permita absorber los costos de la emisión, pero una vez que una empresa sale al mercado de capitales, esta se hace más conocida en el mercado. Sus clientes, proveedores y socios estratégicos actuales y potenciales mostrarán mayor interés en ella, dadas las exigencias de revelación de información y las posibilidades de aparecer en medios de comunicación (diarios, Internet, revistas, etc.).

1.2. Señal de mejor gobierno corporativo

Realizar emisiones a través del mercado de valores no solo significa afrontar los costos de la estructuración y emisión de valores, también representa un esfuerzo grande por parte de los directores y colaboradores de la empresa, puesto que tienen que adecuarse a las prácticas y buenas costumbres que norma el código de buen gobierno corporativo que solicita el Mercado de Valores a través de la Bolsa de Valores de Lima. Uno muy importante consiste en llevar una adecuada contabilidad según normas internacionales. Todas las empresas que emiten en el Mercado de Valores presentan estados financieros auditados, lo cual es señal de orden y transparencia financiera. Estas señales son bien interpretadas en todo el sistema financiero y tendrán como consecuencia futura que los bancos les ofrezcan tasas mucho más competitivas.

1.3. Impacto en una venta de negocio

Para una mediana empresa, pertenecer al grupo reducido y selecto de empresas que han emitido instrumentos de deuda en la bolsa tiene mucha relevancia en el momento en que los actuales dueños de la empresa decidan venderla. Sin necesidad de emitir acciones, estas empresas emprendedoras de mediano tamaño pueden atraer con mayor facilidad a compradores potenciales, a diferencia de otras empresas que no hayan emitido.

1.4. Diversificación de fuentes de financiamiento

Muchas medianas empresas se pueden encontrar también en su etapa de madurez, donde consiguen tasas atractivas en el sistema financiero, pero

desean ampliar sus posibilidades de financiamiento. Es por ello que salir al mercado de valores les permitirá diversificar sus fuentes de financiamiento y dejar de ser dependientes de la intermediación financiera. Mayores fuentes de fondeo podrían aumentar la eficiencia financiera de la empresa en el mediano y largo plazo.

1.5. Mayor competitividad y experiencia en el mercado de valores

Para una empresa que no han ingresado nunca al mercado de capitales por múltiples razones, hacerlo en conjunto con otras empresas a través de una emisión de instrumento de deuda sindicada en el MAV sería una experiencia beneficiosa, ya que le permitiría dar el primer paso para que más adelante, luego de hacerse conocida en el mercado, pueda emitir por su propia cuenta instrumentos de deuda o acciones. Eventualmente, cuando tenga el tamaño suficiente y sus ventas superen los S/ 200 millones, podría salir al Mercado de Valores principal con un *track record* positivo ya ganado en el medio.

2. Beneficios cualitativos para los inversionistas

Los inversionistas obtendrían beneficios de diversificación y rendimiento en sus portafolios adquiriendo este instrumento. Dado el perfil de riesgo de esta emisión, la cual tendría grado de inversión, flujos cedidos y un esquema sólido de garantías, la rentabilidad ofrecida es muy alta. En soles, por ejemplo, las rentabilidades obtenidas en el último año se encuentran mayormente entre 4% y 8%. Una rentabilidad de 9% para bonos con un plazo de vencimiento de 5 años, una duración de 2.3 aproximadamente y una calificación de riesgo de AA- es atractiva. Las administradoras de fondos consultadas nos revelaron su interés en estos instrumentos de deuda.

3. Beneficios cualitativos para la gran empresa

La gran empresa, a pesar de tener un papel pasivo en esta estructura, gozaría de importantes beneficios. Primero, si esta financiaba a sus proveedores mediante *factoring* u otro mecanismo de financiamiento de corto plazo, la

gran empresa podría liberar sus líneas de financiamiento con los bancos, puesto que las emisiones de deuda en el mercado de capitales por parte de sus proveedores permitirían a estos últimos obtener los fondos que necesitan. Segundo, el acceso al financiamiento de los proveedores a una tasa más atractiva las convertirá en el mediano y largo plazo en empresas más competitivas, con una mayor productividad y mejores márgenes financieros, que finalmente se traducirían en una mejor calidad de productos y servicios para la gran empresa.

4. Beneficios cualitativos para el Mercado de Valores

En primer lugar, este instrumento desarrolla el mercado de valores, pues ingresa al mercado un nuevo perfil de emisor que anteriormente veía restringido su ingreso por no poder brindar un volumen de oferta adecuado.

Asimismo, un beneficiario directo de la puesta en marcha de esta alternativa de financiamiento de las medianas empresas en el mercado de valores son las sociedades tituladoras, las cuales, por sí mismas o asociadas con algún banco de inversión, pueden estructurar y emitir los bonos titulizados. Recibirían comisiones fijas y variables en función del monto a emitir. Los beneficiados indirectos, que también estarían interesados en que hayan más emisiones y negociaciones en el mercado debido a las comisiones que recibirían serían: la Bolsa de Valores, Cavali, la SMV y los que pudieran cumplir el rol de representantes de obligacionistas. Se espera que en el futuro, conforme haya más emisores en el mercado y muchas más negociaciones, las comisiones de estos participantes disminuyan progresivamente.

5. Análisis cuantitativo del beneficio potencial

Con el fin de evaluar la viabilidad financiera de la propuesta presentada en el capítulo 4, se deben determinar todos los costos en que se incurriría y compararlos con las condiciones actuales de financiamiento a las que pueden acceder las medianas empresas. Dicho costo, estimado en la sección 3 del capítulo 3, sería de 16% en moneda nacional.

5.1. Datos generales de la emisión

Se han asumido las siguientes características de la emisión conjunta:

- Monto de la emisión: S/ 30 millones
- Tipo de cambio utilizado: S/ 2.78 (tipo de cambio SBS al 16 de abril de 2014)
- IGV: 18%
- Número de empresas originadoras: 5
- Plazo de la emisión: 5 años
- Pago de la emisión: amortizaciones iguales pagaderas trimestralmente
- Flujos cedidos al fideicomiso de titulización: 125% de los costos y gastos relacionados con el instrumento.

5.2. Costos de la emisión

Existen diversos costos relacionados con la emisión. El detalle de los costos directos identificados se encuentra en los cuadros 5.1 y 5.2.

Cuadro 5.1. *Costos de inscripción y emisión (en nuevos soles)*

	Sin MAV	MAV
Inscripción en la BVL	13,275	6,638
Inscripción de valores en Cavali	328	279
Inscripción de nuevo emisor en Cavali	8,201	8,201
Comisión de emisión de la BVL	1,947	-
Comisión de emisión de la SMV	1,500	750
Derechos registrales	3,000	3,000
Aviso en diario	1,195	1,195
Impresión del prospecto marco	5,000	5,000
Total de costos de inscripción y emisión	34,446	25,063

Fuente: Cavali, 2014; SMV, 2014.
Elaboración propia.

Cuadro 5.2. *Costos de mantenimiento mensual de la emisión (en nuevos soles)*

	Sin MAV	MAV
Derecho de cotización en la BVL	708	354
Contribución a la SMV	1,050	525
Mantenimiento de valores en Cavali	354	354
Mantenimiento de emisor en Cavali	6,233	6,233
Total de costos de mantenimiento mensual	8,345	7,466

Fuente: Cavali, 2014; SMV, 2014.
Elaboración propia.

Debido a que este instrumento está desarrollado en el marco del MAV, se asume que los costos directos de la emisión son los establecidos por el MAV. Asimismo, existen costos adicionales relacionados con la emisión (ver anexo 5):

- Comisión de estructuración de la propuesta: 0.5% de la emisión.
- Sociedad titulizadora: según lo indicado por una de las titulizadoras del mercado, existirían los siguientes gastos aproximados y referenciales:
 - Gastos de estructuración US\$ 25,000
 - Gastos de administración mensual: US\$ 3,000
 - Gastos de auditoría anual: US\$ 1,800
- Gastos de fideicomiso: de acuerdo con lo indicado por La Fiduciaria, se tienen los siguientes gastos:
 - Gastos de estructuración S/ 15,000
 - Gastos de administración mensual: S/ 3,500
- Clasificadora: de acuerdo con lo indicado por Apoyo & Asociados, el costo de una clasificación de riesgo equivale, de manera referencial y aproximada, a US\$ 18,000 anuales, los cuales pueden ser pagados en dos partes iguales de manera semestral.
- *Due diligence*: el costo de realizar la debida diligencia de las empresas que forman parte del grupo de originadores es US\$ 3,000 por empresa, según lo indicado por el estudio Rubio Leguía, Normand & Asociados.
- La estructura contempla la emisión de una garantía por parte de Cofide, que cubre el 50% de la emisión. Dicha garantía tendrá un

costo anual de 1% del monto garantizado, que se pagaría mensualmente por adelantado.

- La tasa de colocación estimada para esta estructura indicada por un par de inversionistas potenciales, considerando una calificación de riesgo de AA-, sus características y las de los originadores (medianas empresas), es de 9% nominal anual.
- El costo de tasación está calculado en US\$ 200 por empresa.
- *Controller*: el costo mensual de mantener un *controller* equivale a US\$ 400 por empresa.
- Representantes de los obligacionistas: 0.02% anual, pagadero al inicio de cada año en función del saldo de la emisión.
- Costo de la fianza: debido a que se mantendrá una carta fianza bancaria irrevocable por un monto equivalente a los próximos seis meses del servicio de la deuda, otorgada por un banco con una calificación de institución igual o mayor a , se deberá pagar una comisión de 2.5% anual, mensualmente y por adelantado, en función del monto garantizado.

Todos los costos mencionados anteriormente incluyen el IGV.

5.3. Flujo de caja para el inversionista

De acuerdo con lo establecido, las amortizaciones trimestrales para el conjunto de las empresas ascenderían a S/ 1.5 millones. Además, los inversionistas recibirían intereses trimestralmente a una tasa nominal anual de 9%. Cabe señalar que el cálculo de estos se halla en función de un mes de 30 días sobre un año de 360 días.

5.4. Flujo de caja para los originadores

Adicionalmente a los costos relacionados con los pagos de los inversionistas, los originadores tienen otros gastos cuya periodicidad varía, tal como fue establecido en la sección 2 de este capítulo.

Considerando todos los costos de la estructura, se obtiene el flujo de egresos del fideicomiso de titulización. Con el fin de determinar a cuánto asciende el ingreso mínimo mensual que deben aportar los originadores al fideicomiso, se consideran todos los egresos dentro de cada periodo de

pago (trimestre), identificando el gasto promedio mensual y exigiendo a los originadores que, como mínimo, cedan ingresos equivalentes al 125% de dichos gastos.

Sin embargo, si se asume que durante el plazo de la emisión los originadores ceden al fideicomiso de titulización todos los ingresos provenientes de sus ventas a la gran empresa (los cuales coinciden durante el primer mes con los ingresos mínimos titulizados en dicho periodo), se obtiene que, a partir del primer trimestre, el ratio de cobertura de deuda total sería siempre mayor a 1.25 veces.

Por otro lado, para proyectar el total de ingresos titulizados, se asume que las ventas de los originadores a la gran empresa crecen anualmente a la tasa del PBI, para lo cual se ha considerado el crecimiento promedio anual durante los últimos 26 meses (enero 2012-febrero 2014), el cual ascendió a 5.71%.

Es así que se construye el flujo de caja del fideicomiso de titulización. Si se han cumplido todos los resguardos establecidos, se puede liberar el excedente de los fondos a los originadores, una vez que se haya retenido la porción correspondiente a los gastos devengados del mes.

Asimismo, en función de los fondos aportados por el conjunto de originadores al fideicomiso, se observa que la TIR del financiamiento —que equivale a la tasa de costo efectiva anual— asciende a 12.99%, por lo que el costo de este nuevo instrumento financiero es menor que el del financiamiento bancario (16%). Por lo tanto, se puede concluir que esta nueva alternativa es económica y financieramente viable, y que las medianas empresas la podrían utilizar para disminuir su carga financiera.

Cabe señalar que el costo total anual del financiamiento es el mismo para todas las empresas, independientemente del monto que haya emitido cada una de ellas. Es así que se realizó una simulación identificando una participación porcentual por cada empresa originadora, la cual se muestra en el cuadro 5.3.

El resultado de dicha simulación indica que cada empresa originadora tiene un costo de financiamiento de 12.99% anual.

Cuadro 5.3. *Participación porcentual de cada empresa originadora*

Número de empresas originadoras	5
Empresa A	20%
Empresa B	25%
Empresa C	15%
Empresa D	23%
Empresa E	17%
Total de participación	100%
Tasa de colocación estimada	9%

Elaboración propia.

5.5. Análisis de ratios

En función de los flujos titulizados, las garantías otorgadas y los gastos del instrumento desarrollado (incluyendo el servicio de deuda), en el cuadro 5.4 se presenta el análisis de ratios del fideicomiso de titulización durante toda la emisión.

Como se observa en la figura 5.1, el flujo titulizado anual se incrementa en relación con la deuda insoluta. Asimismo, durante todo el periodo de análisis el valor actual de los flujos titulizados en relación con la deuda insoluta es mayor de 1.80, y alcanza niveles de 2.41 en el último año.

Cabe señalar que la cobertura de la deuda financiera durante el plazo de la emisión es, como mínimo, 1.36 veces y en promedio 1.78 veces. Asimismo, la cobertura de la deuda total supera el 1.25 veces durante todo el periodo, siendo como mínimo 1.27 veces y 1.67 veces en promedio. Es decir, la deuda emitida se encuentra sobrecolateralizada en todo momento, pues las garantías reales otorgadas (carta fianza por la cuenta de reserva, garantía otorgada por Cofide por el 50% de la deuda y los activos otorgados en fideicomiso) cubren en más de 184% el monto total emitido, tal como se observa en la figura 5.2.

5.6. Análisis de sensibilidad

Con el fin de evaluar la viabilidad financiera de la propuesta, se han modificado diversas condiciones de la emisión determinando el costo total

Cuadro 5.4. Análisis de ratios del fideicomiso de titulización

Cuentas (en nuevos soles)	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
A. Flujos titulizados	11'566,541	12'227,539	12'926,312	13'665,017	14'445,938
B. Flujos mínimos comprometidos (125% de la cuenta H)	11'373,907	10'651,470	9'929,032	9'206,595	8'430,526
C. Carta fianza/cuenta de reserva	4'248,750	3'978,750	3'708,750	3'438,750	3'168,750
D. Garantía parcial	15'000,000	12'000,000	9'000,000	6'000,000	3'000,000
E. Activos de la empresa (equipos e inmuebles)	36'000,000	28'800,000	21'600,000	14'400,000	7'200,000
F. Saldo inicial de los bonos	30'000,000	24'000,000	18'000,000	12'000,000	6'000,000
G. Servicio de la deuda	8'497,500	7'957,500	7'417,500	6'877,500	6'337,500
H. Servicio de la deuda + Gastos de la estructura	9'099,126	8'521,176	7'943,226	7'365,276	6'744,421
Ratios					
1. Flujo titulado anual versus deuda insoluta (A/F)	0.39	0.51	0.72	1.14	2.41
2. Valor actual de flujos titulizados versus deuda insoluta [$\sum VA(A)/F$]	1.82	1.95	2.09	2.24	2.41
3. Cobertura de deuda financiera (A/G)	1.36	1.54	1.74	1.99	2.28
4. Cobertura de deuda total (A/H)	1.27	1.43	1.63	1.86	2.14
5. Garantías reales versus deuda insoluta [(C+D+E)/F]	1.84	1.87	1.91	1.99	2.23

Elaboración propia.

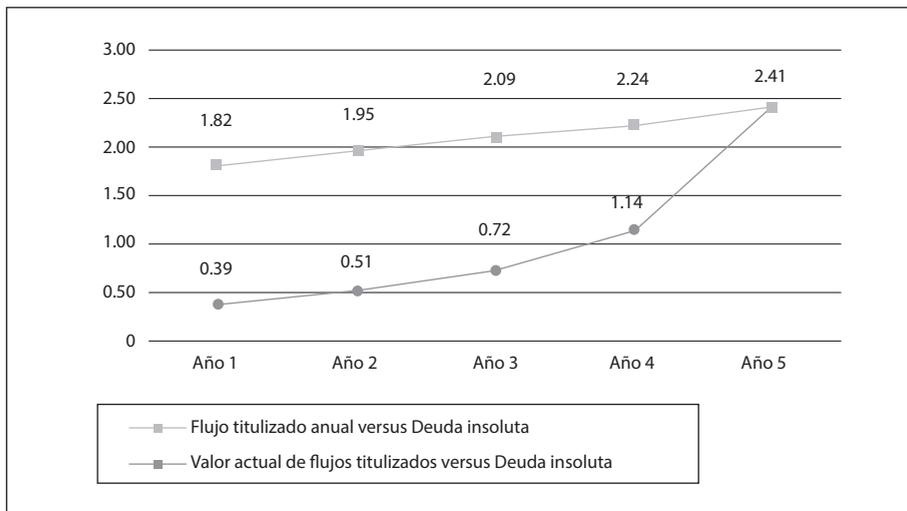


Figura 5.1. Ratios en relación con el flujo titlizado

Elaboración propia.

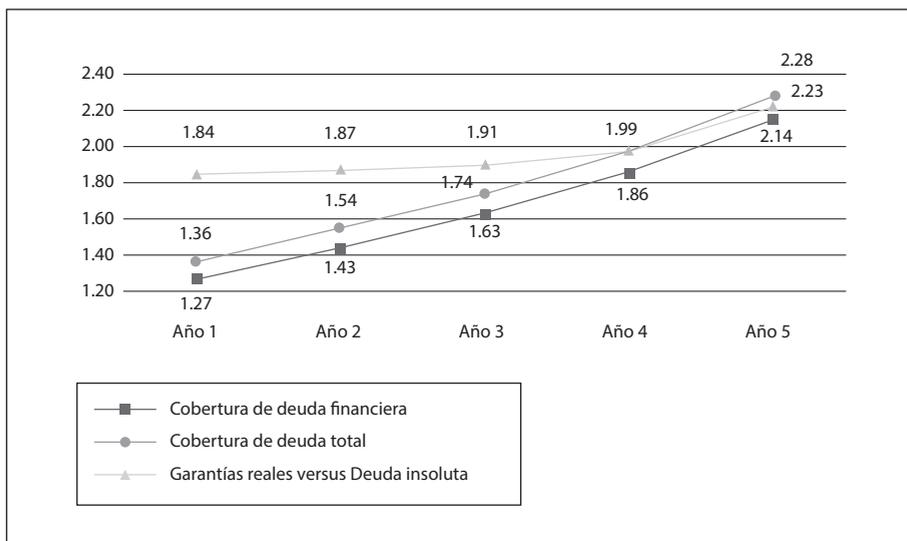


Figura 5.2. Ratios de cobertura

Elaboración propia.

de esta alternativa de financiamiento bajo dichos escenarios, mediante la herramienta "@risk", a fin de determinar cuál es la probabilidad de que el costo total del financiamiento sea mayor de 15% anual. A pesar de que este asciende en promedio a 16%, se considera que los originadores no utilizarían esta nueva estructura financiera a menos que haya un ahorro financiero significativo en la tasa total del financiamiento, el cual, según nuestra perspectiva, debería ser como mínimo 100 pbs.

La primera variable que se ha sensibilizado es el tipo de cambio (ver figura 5.3). Para ello se ha considerado la evolución del tipo de cambio mensual durante los últimos cinco años (abril del 2009-marzo del 2014), puesto que esta información refleja su comportamiento durante un ciclo económico. Según la evolución mostrada, esta variable presenta un comportamiento triangular que, al verse reflejado en nuestro modelo financiero, indica que no existe la probabilidad de que el costo del total del financiamiento sea mayor de 15% debido a una variación en el tipo de cambio. Bajo dicha sensibilización, el costo de financiamiento esperado sería de 12.98%, prácticamente el mismo que nuestro costo total del financiamiento estimado (12.99%).

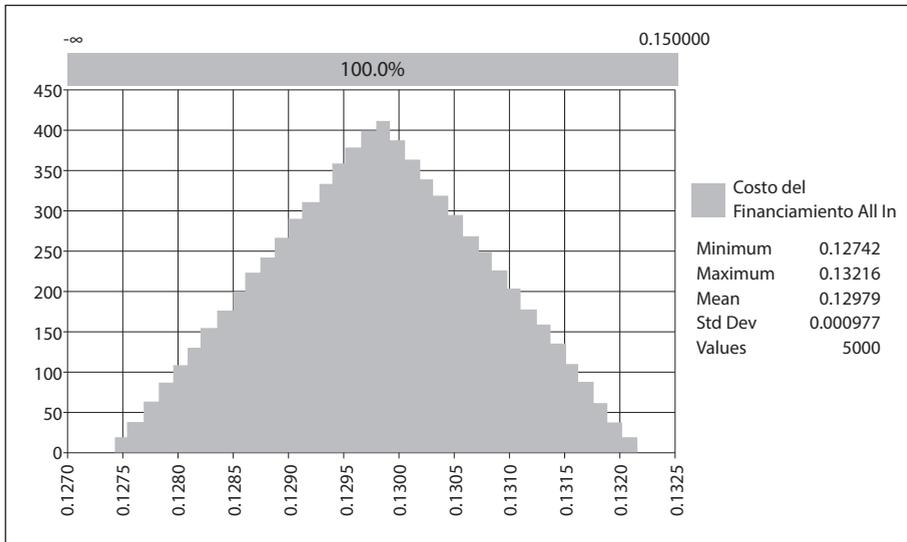


Figura 5.3. Sensibilidad del tipo de cambio

Elaboración propia.

La segunda variable sensibilizada es el costo de colocación de la emisión. Si bien los inversionistas consultados nos indican que la tasa de emisión estaría alrededor de 9%, la tasa final de colocación varía en función de la evolución del mercado y la disponibilidad de liquidez de los inversionistas en el día de la emisión. Por tal motivo, se ha considerado que, si bien en promedio la tasa de la emisión sería de 9%, esta podría estar en un rango de entre 8% y 12%, siendo conservadores. Según los resultados obtenidos, la probabilidad de que el costo de financiamiento total sea superior al 15% es de 9.1%. Sin embargo, la probabilidad de que supere el 16% (punto en el cual sería financieramente indistinto obtener recursos en cualquiera de las dos opciones) es muy baja (0.036%). Asimismo, se tiene un costo total de financiamiento esperado de 13.67%, lo cual es mucho menor que lo obtenido en el mercado bancario (ver figura 5.4).

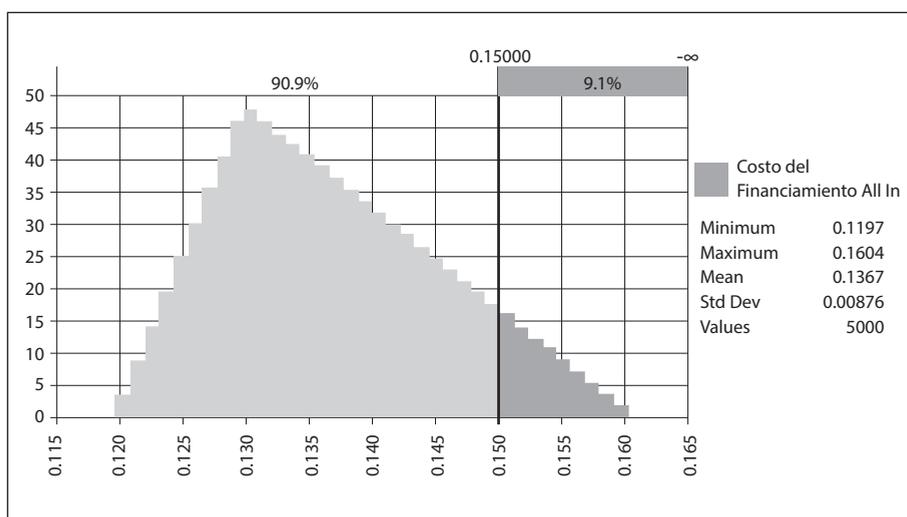


Figura 5.4. Sensibilidad de la tasa de colocación

Elaboración propia.

Al realizar esta sensibilización, se obtuvo una baja probabilidad de que el costo de financiamiento sea superior al bancario. Se optó, entonces, por analizar el impacto de la variabilidad de la tasa de colocación del bono sobre la cobertura de la deuda financiera y sobre la cobertura de la deuda total. Con el fin de llevar a cabo este análisis, se ha asumido que los ingresos titulizados por los originadores se mantienen en relación con el escenario

base, en el cual la tasa de colocación era de 9%. Es de notar que el año crítico es el primero, pues la deuda financiera alcanza su monto máximo y luego se reduce como consecuencia de las amortizaciones del bono.

Al respecto, en la figura 5.5 se observa que la probabilidad de que la cobertura de la deuda financiera sea menor de 1.25 alcanza el 0.6%. Asimismo, se aprecia que el ratio de cobertura mínimo es de 1.24.

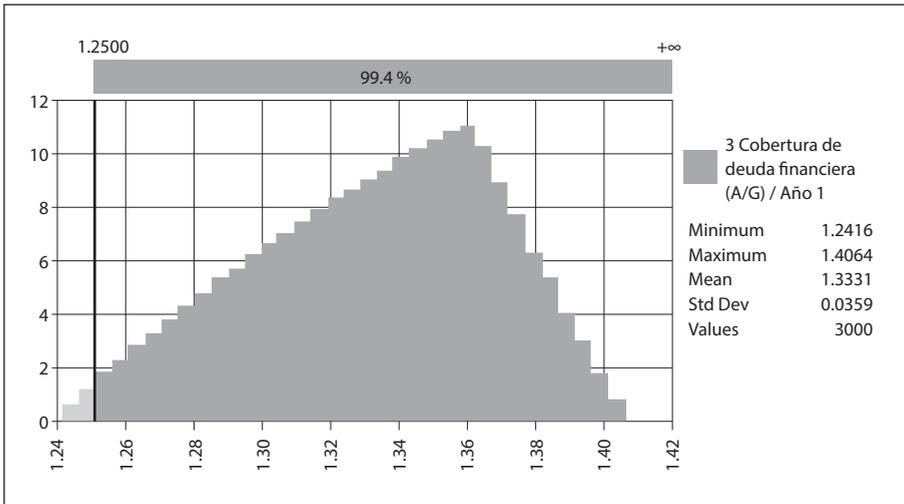


Figura 5.5. Cobertura de la deuda financiera en el año 1

Elaboración propia.

Tal como se observa en el cuadro 5.5, el ratio de cobertura mínimo a partir del segundo año, de acuerdo con las simulaciones realizadas, es mayor de 1.25.

Cuadro 5.5. Cobertura de deuda financiera

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ratio mínimo	1.24	1.42	1.91	1.91	2.24

Elaboración propia.

En relación con el ratio cobertura de deuda total, se observa que en el primer año la probabilidad de que este sea menor de 1.25 es de 50.1%. Sin embargo, tal como se observa en la figura 5.6, el ratio mínimo es de 1.16,

por lo que los originadores se encuentran en todo momento en capacidad de repagar la deuda y todos los costos relacionados con la titulización.

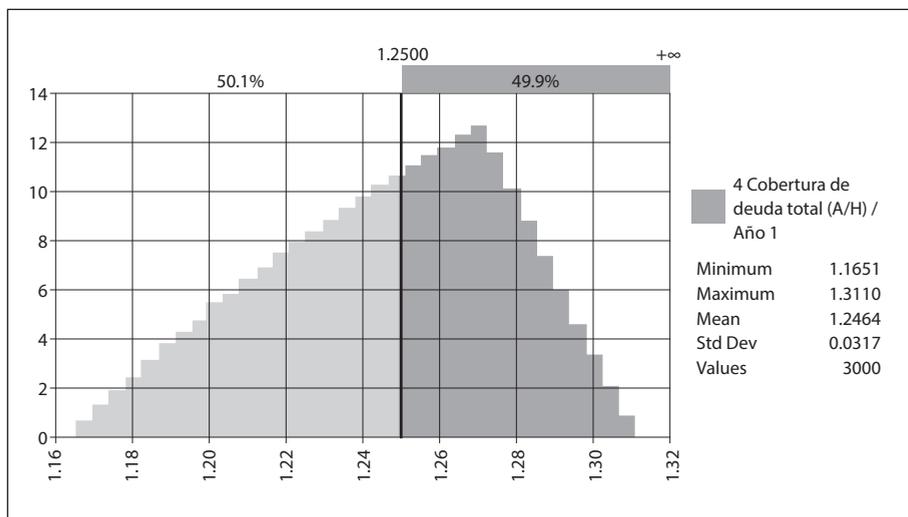


Figura 5.6. Ratio de cobertura de la deuda total del año 1

Elaboración propia.

Asimismo, tal como se aprecia en el cuadro 5.6, a partir del segundo año, el ratio de cobertura de deuda total mínimo, según las simulaciones realizadas, es mayor de 1.25.

Cuadro 5.6. Cobertura de la deuda total

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ratio mínimo de garantía	1.17	1.33	1.54	1.78	2.11

Elaboración propia.

La tercera variable sensibilizada es el monto a emitir. Considerando que la emisión podría estar en un rango de entre S/ 15 millones y S/ 45 millones, la probabilidad de que el costo total del financiamiento sea mayor de 15% es muy baja (0.1%). Por esta razón, si no existe la suficiente demanda para colocar el 100% de la emisión, su costo total es aún menor que el costo del financiamiento bancario (ver figura 5.7).

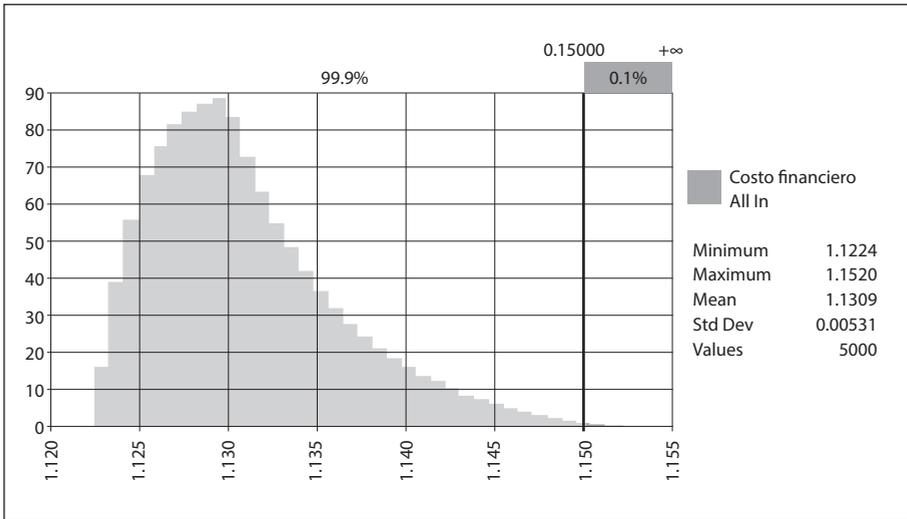


Figura 5.7. Sensibilidad del monto de la emisión

Elaboración propia.

Cabe señalar que esta sensibilización no está considerando el efecto de una sobredemanda en el costo del financiamiento, pues es de esperar que si esta supera considerablemente la tasa final de colocación, se vería probablemente reducida, ya que las ofertas de compra serían competitivas y la tasa de corte de la emisión²⁴ sería menor.

Por otro lado, la utilización del MAV ahorra 38 pbs a los originadores, tal como se muestra en el cuadro 5.7, pues solo se necesitaría una clasificación de riesgo y los costos de emisión y mantenimiento disminuyen.

Cuadro 5.7. Impacto del MAV en el costo del financiamiento

Utilizando el MAV	Sin utilizar el MAV	Ahorro producto del MAV
12.99%	13.37%	0.38%

Elaboración propia.

24. La emisión seguirá el mecanismo de la subasta holandesa, cuya tasa de corte determina la tasa que debe ser pagada a todos los compradores del bono.

Asimismo, la labor de los representantes de los obligacionistas puede ser realizada por la sociedad titulizadora sin ningún costo adicional, con lo cual se genera un ahorro de 3 pbs tal como se observa en el cuadro 5.8.

Cuadro 5.8. Impacto del representante de los obligacionistas en el costo del financiamiento

Con representante de obligacionistas	Sin representante de obligacionistas	Ahorro generado
12.99%	12.96%	0.03%

Elaboración propia.

Otra de las labores que podría realizar la sociedad titulizadora es la de controller, en la medida en que exista una sociedad titulizadora que posea el expertise en el manejo de medianas empresas. De ser este el caso, se generaría un ahorro de 41 pbs con respecto a la estructura propuesta, tal como se indica en el cuadro 5.9.

Cuadro 5.9. Impacto del controller en el costo del financiamiento

Con controller	Sin controller	Ahorro generado
12.99%	12.58%	0.41%

Elaboración propia.

Otro posible ahorro identificado se generaría en caso de que se titulizaran no solo los flujos futuros, sino también los activos a ser adquiridos con la emisión. En este escenario, dejaría de existir el fideicomiso en garantía, lo que generaría un ahorro de 28 pbs, tal como se observa en el cuadro 5.10.

Cuadro 5.10. Impacto del fideicomiso de garantía en el costo del financiamiento

Con fideicomiso de garantía	Sin fideicomiso de garantía	Ahorro generado
12.99%	12.71%	0.28%

Elaboración propia.

Cabe señalar que, si se cambia la normativa de tal manera que las operaciones realizadas por el fideicomiso de titulización estén inafectas al IGV, se generaría un ahorro de 32 pbs, tal como se muestra en el cuadro 5.11.

Cuadro 5.11. *Impacto del IGV en el costo del financiamiento*

Con IGV	Sin IGV	Ahorro generado
12.99%	12.67%	0.32%

Elaboración propia.

Tanto el *controller* como el fideicomiso de garantía no son componentes claves de la estructura, pues los potenciales inversionistas indicaron que, conforme se fuese conociendo el desempeño de este tipo de instrumentos, se requerirían menores mejoradores para invertir en los mismos.

De implementar todos estos cambios de manera conjunta; es decir, considerando que las labores de representante de los obligacionistas, *controller* y fiduciario de los activos serán realizadas por la sociedad tituladora y que el fideicomiso de titulización no está afecto a IGV, el costo total de financiamiento ascendería a 12.07%, con lo cual se ahorraría 92 pbs con respecto a la estructura planteada en el presente trabajo.

En este capítulo se valida la viabilidad de la propuesta, pues se generan beneficios para todos los participantes de la estructura: mediana empresa, gran empresa, inversionistas, así como para el Mercado de Valores. Igualmente, el costo del financiamiento obtenido, de acuerdo con las estimaciones realizadas, asciende a 12.99%, tasa menor que la que se encuentra en el sistema financiero (16%).

Desde la perspectiva del inversionista, tal como se muestra en el análisis de ratios, se observa que este instrumento posee una buena estructura de garantías que permite tener una amplia cobertura en relación con el valor actual de los flujos cedidos y las garantías reales presentadas.

Finalmente, en función de las sensibilizaciones realizadas (tipo de cambio, monto de la emisión y tasa de colocación), se observa que se presenta una probabilidad de apenas 0.036% de que el costo total del financiamiento sea igual o superior a la tasa bancaria de referencia (16%), cuando se sensibiliza la tasa de colocación considerando un límite máximo de 12% (frente al 9% estimado en el escenario). Sin embargo, dada la calificación tentativa a ser obtenida por el instrumento (AA-), consideramos que es altamente improbable que la tasa de colocación del instrumento sea cercana al 12%, dado el comportamiento histórico del mercado a la fecha.

Conclusiones y recomendaciones

Como resultado de la investigación, se concluye, de manera general, que una emisión conjunta de deuda de mediano plazo a través del Mercado de Valores es factible y resultaría beneficiosa para resolver necesidades estructurales de financiamiento para las medianas empresas, puesto que se obtendrían ventajas tanto de índole financiera como estratégica. Asimismo, el resto de *stakeholders* también se beneficiaría de la operación.

A continuación, se presentan las conclusiones y recomendaciones de nuestra investigación:

1. Conclusiones

- Los principales inversionistas institucionales que invierten en activos del mercado de valores son frecuentemente las administradoras de fondos de pensiones, de fondos mutuos y de fondos de inversión. Sus respectivas normativas establecen en qué tipo de activos pueden invertir y en qué porcentaje. Las AFP, que se encuentran supervisadas por la SBS, pueden invertir en una amplia gama de activos, tanto locales como extranjeros, incluyendo instrumentos de inversión representativos de activos titulizados. Sus inversiones son por montos no menores de S/ 40 millones y hasta un 10% del valor de cada fondo administrado multiplicado por el

factor de riesgo del emisor, y hasta por 50% del valor de cada emisión (en el caso de instrumentos con vencimiento mayores de un año) y que cuenten, además, con dos clasificaciones de riesgo.

- Se han identificado nueve tipos diferentes de alternativas de financiamiento a las que pueden acceder las medianas empresas en los países de América Latina. Una de las más usadas es el autofinanciamiento, que consiste en el uso del capital propio y de las utilidades acumuladas. Los préstamos informales o del sistema no bancario completan las fuentes de financiamiento más utilizadas en las etapas iniciales de las empresas, siendo el primero muy poco utilizado y ambos a la vez muy caros. El financiamiento mediante el capital de riesgo también está presente en estas etapas, pero su uso no es muy frecuente. El capital privado también constituye otra alternativa de financiamiento de largo plazo, pero para etapas más avanzadas de desarrollo, sin embargo, su utilización es más escasa aún. El financiamiento mediante el *factoring* está creciendo cada vez más en América Latina, especialmente en el Perú y representa una alternativa a los frecuentes usos de los proveedores como alternativa de financiamiento. El financiamiento a través del sistema bancario es, en muchos casos, el más utilizado por las medianas empresas, pero tiene un mayor costo que el del Mercado de Valores.
- Si bien es cierto que las medianas empresas tienen un acceso cada vez más amplio al crédito bancario, este se encuentra aún limitado, con lo cual existe una demanda insatisfecha por financiamiento de largo plazo.
- A pesar del incremento de la competencia y de los esfuerzos de las entidades de créditos por atender mejor a las medianas empresas, la insuficiente información de calidad que tienen estas entidades para su proceso de evaluación crediticia, así como los menores montos de créditos, representan los principales problemas que impiden que las tasas de interés para este segmento bajen significativamente.
- En función de la data disponible en el portal de la SBS y las estimaciones de los expertos consultados, se calcula que las tasas bancarias para las medianas empresas (según nuestra definición), estarían en torno al 16% en moneda nacional y 12% para moneda extranjera.

- De acuerdo con las tasas obtenidas de las emisiones en el mercado de capitales en el 2013 y los dos primeros meses del 2014, se puede estimar el ahorro que obtendrían las medianas empresas si estas salen a emitir valores con plazos de vencimiento entre dos y cinco años con un nivel de riesgo A- o superior. En soles, el ahorro estimado sería de 967 pbs y en dólares 723 pbs en promedio.
- Las exigencias de la banca para el otorgamiento de financiamiento de mediano plazo son altas. Las más importantes son antigüedad y experiencia en el desarrollo del negocio, estados financieros, buena performance operativa y financiera. Las exigencias del mercado de capitales son muy similares, sin embargo, existe una diferencia importante: la banca no toma en cuenta la mejora en la productividad de la empresa que se genera como producto de una inversión realizada con los fondos obtenidos; en el mercado de capitales, en cambio, este factor sí es relevante, puesto que los inversionistas se enfocan mucho más en las proyecciones a futuro acerca de la empresa que en el análisis de su pasado.
- El Mercado Alternativo de Valores (MAV) es un mercado establecido para que las pymes puedan acceder a nuevas fuentes de financiamiento. Sin embargo, hasta el momento solo hay tres empresas de este tipo que han emitido a través de este nuevo mercado: Chavín de Huántar, Jaime Rojas y Tritón. Esto demuestra que aún existen barreras muy fuertes que impiden el desarrollo del mercado de capitales para las empresas de menor tamaño. Así como estas tres, hay muchas interesadas en diversificar sus fuentes de financiamiento, pero no lo han hecho por diferentes motivos, en especial porque el tamaño de su deuda sería pequeño comparado con las necesidades del mercado.
- De acuerdo con la información recopilada a través de las entrevistas en profundidad realizadas a expertos, se necesitan más participantes y nuevos instrumentos de calidad que permitan dar liquidez y profundidad al mercado de capitales peruano.
- Los factores clave para nuestra estructura de financiamiento conjunta de medianas empresas en el mercado de valores identificados sobre la base del estudio de los casos y de la opinión de expertos son los siguientes:
 - Deben existir acuerdos contractuales sólidos que comprometan a cada empresa emisora a cumplir con su obligación de pago.

- El tamaño de la emisión debe ser lo suficientemente grande, de modo que se haga más atractiva para la mayor cantidad de inversionistas institucionales, que pueden participar con tasas competitivas. Se estima entre S/. 30 y S/. 50 millones.
- La emisión debe ser preferentemente bajo oferta pública.
- El uso de garantías es indispensable, y muy importante también el establecimiento de covenants y mecanismos de aceleración en caso de *default*. Se deben establecer, asimismo, mecanismos claros de sustitución de flujos.
- La tasa de interés que exigiría el mercado sería 9% y el plazo no mayor de cinco años.
- El número de empresas emisoras representa un *trade-off* en la estructura, puesto que a mayor cantidad de empresas, mayor será la distribución de los costos de emisión entre ella; sin embargo, mayores serán también los costos de evaluación de riesgos y de seguimiento que tendrían que realizar los inversionistas y clasificadoras de riesgo.
- El *controller* debe tener un *expertise* adecuado y gozar de reconocimiento en el mercado.
- Se ha diseñado una estructura que busca que varias medianas empresas puedan emitir en forma conjunta en el mercado de capitales como una forma de financiamiento a largo plazo como alternativa al financiamiento bancario o a las emisiones de deuda de corto plazo tradicionales. Dadas las características del mercado actual, se ha planteado la titulización de activos como un mecanismo mitigador de riesgo importante que mejorará la calidad crediticia de la emisión. La estrategia es que la emisión se realice a través del MAV, dado que este mercado está pensado para las medianas empresas, ya que los costos son menores que los del Mercado de Valores principal.
- Participar en el mercado de capitales debe ser una decisión estratégica que traerá consigo beneficios en la situación financiera de la empresa en el corto, mediano y largo plazo. Los beneficios de corto plazo serán los ahorros financieros obtenidos del menor costo de financiamiento. Los beneficios de mediano y largo plazo serán: mayor presencia en el mercado, mejor gobierno corporativo, diversificación de fuentes de financiamiento, mayor competitividad y mayor poder de negociación en caso de una venta futura de la empresa.

- Con una tasa de interés del 9% obtenida en el mercado a través de la emisión, el costo de financiamiento total sería de 12.99%, para un monto de emisión de S/ 30 millones por cinco años y con cinco empresas. Este costo incluye todos los gastos y comisiones de la estructura planteada, siendo los más importantes la garantía, la clasificación de riesgo y la administración del fideicomiso, bajo la normativa del MAV. Comparada con la tasa que cobran en promedio las entidades financieras a las medianas empresas, que es de 16%, nuestra propuesta de financiamiento alternativo resulta viable.
- Emitir a través del MAV genera un ahorro aproximado de 38 pbs en comparación con el Mercado de Valores principal, principalmente porque se necesitaría una sola clasificación de riesgo y porque los costos de emisión y mantenimiento son menores (50% menos en la mayoría de casos).
- En relación con las sensibilizaciones realizadas, una variación en el tipo de cambio (considerando su evolución durante los últimos 5 años) o en el monto de la emisión (en un rango de entre S/ 15 millones a S/ 45 millones) incrementa el costo total del financiamiento, sin embargo, este siempre sería menor de 16% (costo de financiamiento en el mercado bancario). Asimismo, la probabilidad de que el costo total del financiamiento supere el 16% por un movimiento en la tasa de colocación (rango de 8%-12%) es muy baja (0.1%).

2. Recomendaciones

- Se recomienda que la SMV modifique y adecue la normativa del MAV para que los bonos titulizados puedan emitirse y negociarse en este mercado, dados los beneficios adicionales que brinda la emisión de estos valores por parte de las medianas empresas.
- Se recomienda que se modifique la normativa tributaria de tal forma que este tipo de mecanismo quede inafecto al IGV y demás aplicaciones impositivas con el propósito de disminuir más el costo de financiamiento y generar un incentivo adicional para que las medianas empresas se financien en el mercado de capitales a través de la estructura propuesta.
- Se recomienda que exista una asociación entre las medianas empresas, de tal manera que puedan formar un volumen de oferta atrac-

tiva para los inversionistas que les permita disminuir sus costos financieros. Gracias a esto, obtendrían financiamientos más eficientes en el mercado de capitales.

- Se recomienda la existencia de un vínculo contractual entre las medianas y las grandes empresas, el cual defina la vigencia de la relación comercial en el futuro, ya que, de este modo, se mejoraría la percepción de riesgo que pudieran tener los inversionistas sobre el servicio de deuda.
- Para facilitar el análisis por parte de los inversionistas, se recomienda la estandarización del mecanismo planteado. Con este fin se propone la creación de una nueva clase de instrumento, denominado «bono copartícipe», que representaría las emisiones realizadas en el mercado de capitales peruano por un conjunto de originadores independientes de un grupo económico. Adicionalmente, este nuevo activo financiero podría tener una subclase denominada «bono copartícipe titulizado».
- Se recomienda la implementación de esta nueva estructura financiera, una vez que se haya modificado la normativa vigente del MAV, pues el potencial ahorro financiero que las medianas empresas pueden obtener con esta alternativa de financiamiento es significativo (3% anual), y las condiciones del financiamiento serían mejores que las otorgadas por las entidades financieras.

Bibliografía

- Amit, R., Liechtenstein, H., Prats, M. Julia, Millay, T., & Pendleton, L. (2008). Single family offices: Private wealth management in the family context. Recuperado de http://wgfa.wharton.upenn.edu/whartongfa_sfo_study.pdf
- Apoyo & Asociados. (2013). *Clasificación de riesgo de Compass-Fondo de Inversión para pymes*. Lima, Perú: Apoyo & Asociados Internacionales.
- APQC. (2014). American Productivity and Quality Center. Recuperado de <http://www.apqc.org>
- Audretsch, D. B. & Thurik, R. (2001). *Linking entrepreneurship to growth. OECD science, technology and industry*. Working Papers 2001/02. OECD Publishing. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1787/736170038056>
- Avolio, B., Mesones, A., & Roca, E. (2011). Factores que limitan el crecimiento de las micro y pequeñas empresas en el Perú (Mypes). *Estrategia*, 6(22), 70-80.
- Banco Mundial. (2010). *Enterprise survey*. Recuperado de <http://www.enterprisesurveys.org>
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2013). Encuentro económico de la región Tacna. Situación actual y perspectivas de la economía peruana. Llevado a cabo en abril en la ciudad de Tacna, Perú.

- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance, Elsevier, 22(6-8), 613-673, August.*
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo). (2002). *Informe de trabajo Grupo DFC. Acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento.* Washington, D.C.: BID.
- BNDES. (2014). *El Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social de Brasil.* Recuperado de http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_es/Institucional/BNDES/
- Borja-i-Sanz, J., Boronat, G. J., Pastor, P., & Simó, S. (2006). Cinco sistemas de financiación y análisis empresarial. *Estrategia Financiera, 231, 28-37.* Recuperado de <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2058557>
- BRC Investor Services. (2005). *Primera emisión sindicada Bonos Corona. Revisión anual.* Recuperado de <http://brc.com.co/archivos/RA%20Corona%20Emision%20I%20RA05.pdf>
- BRC Investor Services. (2011). *Segunda emisión sindicada Bonos Corona por \$40.000 millones.* Recuperado de http://brc.com.co/archivos/DOC%20BGG2004_CORONA_RP_13.pdf
- BRC Investor Services. (2014). Sociedad Calificadora de Valores BRC Investor Services S.A. Recuperado de <http://www.brc.com.co>
- BVL (Bolsa de Valores de Lima). (2013). *Comisiones, retribuciones y contribuciones por negociación.* Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/pubdif/boldia/boltrfs.htm>
- BVL (Bolsa de Valores de Lima). (2014). Funciones y estructura de la Bolsa de Valores de Lima. Recuperado de http://www.bvl.com.pe/acerca_funciones.html
- CAF (Corporación Andina de Fomento). (2011). *Reporte de economía y desarrollo. Servicios financieros para el desarrollo: promoviendo el acceso en América Latina.* Recuperado de <http://www.caf.com/media/3895/RED2011.pdf>
- Camp, R. (1989). *Benchmarking: The search for industry best practices that lead to superior performance.* Milwaukee, WI: ASQC Quality Press.
- Cavali. (2012). ICLV Cámara Valores de Lima, Institución de Compensación y Liquidación de Valores. Recuperado de <http://www.cavali.com.pe>

- Cavali. (2014). *Tarifario de Cavali S.A.* ICLV. Recuperado de <http://www.cavali.com.pe/userfiles/cms/enlace/archivo/tarifajunio.pdf>
- Cofide (Corporación Financiera de Desarrollo). (2014). *¿Qué es Cofide?* Recuperado de <http://www.cofide.com.pe/quees.html>
- Cohen, M. & Baralla, G. (2012). *La situación de las PYMES en América Latina*. Buenos Aires, Argentina: Irealpyme.org. Recuperado de <http://www.emprendedorxxi.coop/Pdf/PyMEs%20en%20America%20Latina.PDF>
- Compass. (2013). *Reglamento de participación del Compass-Fondo de inversión para Pymes*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/I00003/20131010170001/HI45328VO32CAPITAL32CALL.DOC>
- DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadística). (2014). *Estadísticas por tema: cuentas nacionales*. Recuperado de <http://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales>
- Decreto Legislativo 861. (2002). *Ley del mercado de valores*. Congreso de la República del Perú.
- De Giovanni, M. & Pasquini, R. A. (2010). *Access to finance of SMEs in Argentina*. Documento de Trabajo N° 2010/08. Caracas, Venezuela: Corporación Andina de Fomento.
- De la Torre, A., Martínez, M., & Schmukler, S. (2010). *Bank involvement with SMEs: Beyond relationship lending*. *Journal of Banking & Finance*, 34, 2280-2293.
- De la Torre, A., Feyen, E., & Ize, A. (2011). *Benchmarking LAC's financial development*. *LAC Finance Development Flagship*, Oficina del Economista Jefe para América Latina y El Caribe. Washington, D.C.: Banco Mundial.
- De la Torre, A., Ize, A., & Schmukler, S. (2012). *Financial development in Latin America and the Caribbean: The road ahead*. Washington, D.C.: World Bank. Recuperado de <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/2380>
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (2006). *Bonos de titulación Wong & Metro. Primera emisión*. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/Wongmar06.pdf>
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (2012). *Primer programa de bonos de titulación de cuentas por cobrar de Los Portales S.A.-Negocio Inmobiliario*. Recuperado de http://www.losportales.com.pe/ri/archivos/pdf/cobertura_analistas/Rateing%20Equilibrium%20FINAL%206%20Feb%2013.pdf

- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (2014). *Compass SAFI. Compass Fondo de Inversión para PYMES*. Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/compasspyme.pdf>
- Felaban (Federación Latinoamericana de Bancos). (2008). *Tracking sobre la disposición de las entidades financieras de Latinoamérica y del Caribe para la financiación de las pequeñas y medianas empresas*.
- Ferraro, C. (2011). *Eliminando barreras: El financiamiento a las PYMES en América Latina*. Santiago de Chile: Cepal.
- INEI (Instituto Nacional de Estadística e Informática). (2013). *Nota de prensa: micro, pequeñas y medianas empresas concentran más del 20% de las ventas*. Recuperado de <http://www.inei.gov.pe/prensa/noticias/micro-pequenas-y-medianas-empresas-concentran-mas-/imprimir/>
- Instituto Invertir. (2008). *Pequeña empresa y capital de riesgo. Acceso al financiamiento, desarrollo económico e inclusión social*. Lima: Alide, MTPE y Codemyte.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Schleifer, A. (2002). Government ownership of banks. *The Journal of Finance*, 57(1), 265-301. Recuperado de <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6261.00422/pdf>
- LAVCA. (2014). Latin American Private Equity and Venture Capital Association. Recuperado de <http://www.lavca.org>
- Levy-Yeyati, E., Micco, A., & Panizza, U. (2004, diciembre). ¿Es conveniente la banca estatal? El papel de los bancos estatales y de desarrollo. *Perspectivas, Análisis de Temas Críticos para el Desarrollo Sostenible*, 2(2), 131-167.
- Ley 26887. (1997). *Ley General de Sociedades*. Congreso de la República del Perú.
- Ley 28015. (2003). *Ley de promoción y formalización de la micro y pequeña empresa*. Congreso de la República del Perú. Recuperado de <http://www4.congreso.gob.pe/comisiones/2002/discapacidad/leyes/28015.htm>
- Ley 30056. (2013). *Ley que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo productivo y el crecimiento empresarial*. Congreso de la República del Perú.
- Llisterri, J., Vivanco, F., & Ariano, M. (2002). *El acceso de las pequeñas y medianas empresas al crédito en América Latina*. Estudio de Casos. Grupo DFC.
- Manrique, O. (2012, 25 de setiembre). Ahora es tiempo de cambio: llegó el momento de los *family offices* en el Perú. *Diario Gestión*, p. 3.

- Martín Mato, M. (2002). *Instrumentos de renta fija*. Madrid, España: Pearson Education.
- Martín Mato, M. (2007). *Inversiones. Instrumentos de renta fija, valoración de bonos y análisis de cartera*. México D.F.: Pearson Education.
- Mendoza, M. (1998). El capital de riesgo. *Un sistema innovador de financiación*. Barcelona, España: Fausí.
- NABARD (National Bank for Agriculture and Rural Development). (2009). *Financing of joint liability groups (JLGs) of micro entrepreneurs/artisans in non farm sector*. Recuperado de <https://www.nabard.org/pdf/WEB%20Eng%20Newsletter%20December%202009.pdf>
- Nafinsa. (2014). *Antecedentes de Nacional Financiera de México*. Recuperado de <http://www.nafin.com/portalnf/content/sobre-nafinsa/historia/antecedentes.html>
- Palma Rodríguez, C. (2008). Financiamiento no tradicional a las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes) costarricenses. *Ciencias Económicas*, 26(2), 217-241. Recuperado de <http://revistas.ucr.ac.cr/index.php/economicas/article/view/7144>
- Pasupuleti, V. V. K. (2010). *A study of Joint liability versus individual liability in micro finance institute with respect to default rate (loan repayment)*. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1745442
- Peru Top 10,000. (2013). *Peru: The top 10,000 companies 2013*. Lima: Peru Top Publications.
- Revatta, A. (2010). *Los caminos del fideicomiso*. Lima, Perú: Fundación Cultural del Banco de la Nación.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2008). *Finanzas corporativas*. 8.ª ed. México D.F.: McGraw-Hill.
- Ruiz Olabuénaga, J. (1996). *Metodología de la investigación cualitativa*. 5.ª ed. Bilbao, España: Deusto.
- Salas Acosta, N. (2013). *El mercado de valores. Fuente de financiamiento*. Recuperado de <http://export.promperu.gob.pe/Miercoles/Portal/MME/descargar.aspx?archivo=9A054E2B-A288-4B35-A467-BA866F3BE8C1.PDF>

- SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones). (2008). *Resolución SBS N.º 11356-2008: Reglamento para la evaluación y clasificación del deudor y la exigencia de provisiones*. Recuperado de <http://intranet1.sbs.gob.pe/idxall/seguros/doc/resolucion/11356-2008.r.doc>
- SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones). (2013). *Ley 26702: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros*.
- SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones). (2014a). *Resolución SBS N.º 1293-2014: Modifican diversos títulos del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones y el Reglamento para la inversión de los Fondos de Pensiones en el exterior*.
- SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones). (2014b). *Boletín estadístico de Banca Múltiple SBS (Morosidad por tipo de crédito y modalidad), al 28 de febrero*.
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (1996). *Decreto Legislativo N.º 00862-1996: Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras*.
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (1997). *Resolución Conasev N.º 0001-1997: Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos*.
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (2003). *Resolución Conasev N.º 0042-2003: Reglamento de Fondos de Inversión y sus sociedades Administradoras*.
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (2010). *Resolución Conasev N.º 0068-2010-EF/94.01.1: Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras*.
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (2012). *Resolución de Superintendencia N.º 00025-2012: Reglamento del Mercado Alternativo de Valores-MAV/ Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de instrumentos de corto plazo emitidos por empresas en el MAV*.
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (2013a). *Resolución de Superintendente N.º 075-2013-SMV/02: Aprueban manuales para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las Ofertas Públicas de Bonos y de instrumentos de corto plazo emitidos por empresas en el Mercado Alternativo de Valores-MAV*.

- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (2013b). *Resolución de Superintendente N° 117-2013-SMV/02: Modifican el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores-MAV*.
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (2014). *Series estadísticas: selección de criterios*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/Estadisticas2/ConsultasWeb/BusquedaVariableAnual.aspx>
- Sosa, D. V. (2011, 16 de setiembre). Las finanzas, entre el riesgo moral y las consecuencias reales. *Télam*. Recuperado de <https://pe.noticias.yahoo.com/finanzas-riesgo-moral-consecuencias-reales-202702583.html>
- Sunat (Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria). (2012). *Registro único del contribuyente*. Recuperado de <http://www.sunat.gob.pe/legislacion/ruc/>
- Tong, J. & Díaz, E. (2003). *Titulización de activos en el Perú*. Lima, Perú: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

Glosario de siglas y acrónimos

AFP	Administradora de Fondos de Pensiones
AIM	Alternative Investment Market
AMV	Autorregulador del mercado de valores
Bancoldex	Banco de Desarrollo Empresarial y Comercio Exterior de Colombia
BCP	Banco de Crédito del Perú
BCRP	Banco Central de Reserva del Perú
BGC	Buen Gobierno Corporativo
BICE	Banco de Inversión y Comercio Exterior
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BMI	Banco Multisectorial de Inversiones
BNA	Banco de la Nación de Argentina
BNDES	Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social
Bovepsa	Bolsa de Valores de Sao Paulo
BVL	Bolsa de Valores de Lima
CAF	Banco de Desarrollo de América Latina (ex Corporación Andina de Fomento)
Cavali	Cámara Valores de Lima, Institución de Compensación y Liquidación de Valores ICLV
Cepal	Comisión Económica para América Latina y El Caribe
Cobmype	Fondo de Cobertura para la Micro y Pequeña Empresa
Cofide	Corporación Financiera de Desarrollo
Conasev	Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores

COP	Peso colombiano
Corfo	Corporación de Fomento de la Producción de Chile
Deceval	Depósito Centralizado de Valores de Colombia
DANE	Departamento Administrativo Nacional de Estadística
DL	Decreto Ley
DLG	Decreto Legislativo
DS	Decreto Supremo
Ebitda	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
Edpyme	Entidad de desarrollo para la pequeña y mediana Empresa
EsSalud	Seguro Social de Salud del Perú
FCE	Factores críticos de éxito
Felaban	Federación Latinoamericana de Bancos
Fenacrep	Federación Nacional de Ahorro y Crédito
FNG	Fondo Nacional de Garantías de Colombia
FODA	Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas
Fogapi	Fondo de Garantía para Préstamos de la Pequeña Industria
ICLVS	Sociedad anónima autorizada por la SMV para desempeño como Institución de Compensación y Liquidación de Valores de conformidad con la ley
IGBVL	Índice General de la Bolsa de Valores de Lima
ISBVL	Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima
INEI	Instituto Nacional de Estadísticas e Informática
JLG	Joint Liability Group
LGS	Ley General de Sociedades
Libor	London Interbank Offered Rate
MAV	Mercado Alternativo de Valores
Mypes	Pequeña y microempresa

Mipyme	Micro, pequeña y mediana empresa
NABARD	National Bank for Agriculture and Rural Development
Nafinsa	Nacional Financiera de México
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
ONP	Oficina de Normalización Previsional
OTC	<i>Over the counter</i>
PBI	Producto bruto interno
PBS	Puntos básicos
PRIDER	Programa Inclusivo de Desarrollo Económico Rural
Pymes	Pequeñas y medianas empresas
RC	Resolución Conasev
RPMV	Registro Público del Mercado de Valores
SAB	Sociedades agentes de bolsa
SAF	Sociedad administradora de fondos
SAFI	Sociedad agente de fondos de inversión
SBS	Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones
Sebrae	Servicio Brasileño de apoyo a la Micro y Pequeña Empresa
Sepyme	Secretaría para la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional de la Nación de Argentina
Sepymex	Programa de Seguro de Crédito a la Exportación para la Pequeña y Mediana Empresa
SMV	Superintendencia del Mercado de Valores
Sunat	Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria
UIT	Unidad impositiva tributaria

Anexos

- 1. Lista de las sociedades agentes de bolsa y clasificadoras de riesgo en el Perú**
- 2. Evolución de los índices base del prospecto de emisión de Bonos Corona**
- 3. Consideraciones previas para ingresar al mercado de capitales**
- 4. Potenciales grandes empresas participantes en la estructura**
- 5. Información económica de la emisión**

Anexo 1

Lista de las sociedades agentes de bolsa y clasificadoras de riesgo en el Perú

Sociedades agentes de bolsa (SAB)

1. Andes Securities Sociedad Agente de Bolsa S.A.C.
2. BNB Valores Perú SOLFIN S.A. Sociedad Agente de Bolsa
3. BTG Pactual Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa
4. CA Perú Sociedad Agente de Bolsa S.A.C.
5. Citicorp Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa
6. Compass Group Sociedad Agente de Bolsa S.A.
7. Continental Bolsa S.A.B. S.A.
8. Credibolsa Sociedad Agente de Bolsa S.A.
9. Diviso Bolsa Sociedad Agente de Bolsa S.A.
10. Grupo CORIL Sociedad Agente de Bolsa S.A.
11. Grupo Privado de Inversiones-Valores S.A. SAB
12. Inteligo Sociedad Agente de Bolsa S.A.
13. Inversión y Desarrollo Sociedad Agente de Bolsa S.A.C.
14. Kallpa Securities Sociedad Agente de Bolsa S.A.
15. Larraín Vial Sociedad Agente de Bolsa S.A.
16. Magot Sociedad Agente de Bolsa S.A.C.
17. MGS y Asociados Sociedad Agente de Bolsa S.A.
18. Promotores e Inversiones Investa S.A. SAB
19. Provalor Sociedad Agente de Bolsa S.A.
20. Puente Hnos. Sociedad Agente de Bolsa S.A.
21. Scotia Sociedad Agente de Bolsa S.A.
22. Seminario y Cía. Sociedad Agente de Bolsa S.A.
23. Sociedad Agente de Bolsa Cartisa Perú S.A.
24. Tradek S.A. Sociedad Agente de Bolsa

Clasificadoras de riesgo

1. Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
2. Class & Asociados S.A.
3. Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
4. Pacific Credit Rating S.A.C.
5. Microrate Latin América S.A.

Anexo 2

Evolución de los índices base del prospecto de emisión de Bonos Corona

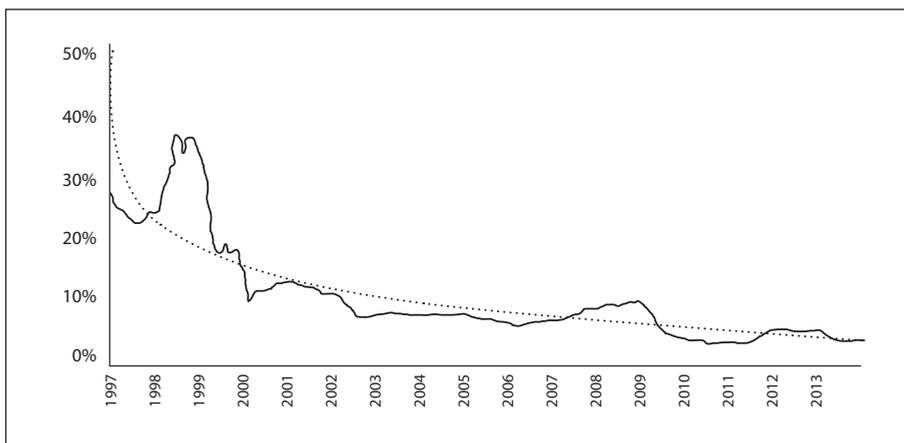


Figura A. Tasas para depósito a término fijo (DTF) de Colombia

Fuente: DANE, 2014.

Elaboración propia.

Nota. DTF: tasa promedio ponderada de las tasas de interés efectivas de captación del sistema financiero a 90 días.

A la fecha de emisión de los Bonos Corona (cierre del año 2012), el DTF se encontraba en niveles promedio de 530 puntos básicos (pbs) y el IPC a niveles de 40 puntos básicos, ambos con una tendencia decreciente.

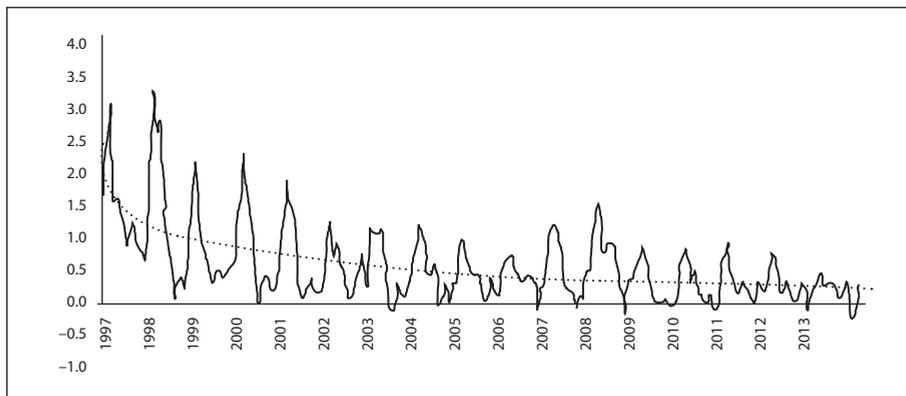


Figura B. Índice de precios al consumidor (IPC) de Colombia

Fuente: DANE, 2014.

Elaboración propia.

Anexo 3

Evolución de los índices base del prospecto de emisión de Bonos Corona

En el siguiente cuadro se muestran algunas consideraciones para empresas que se encuentran en sus primeras etapas de desarrollo y que evalúan emitir capital (*venture capital* o *private equity*). Estas condiciones también podrían ser aplicables para un proceso de emisión de deuda a través del mercado de valores.

Consideración	Descripción
1. Colocarse en la posición del inversionista	Típicamente, los inversionistas manejan tres vectores para evaluar una empresa: <ul style="list-style-type: none">• Fortaleza del equipo de dirección• Desempeño del segmento de mercado• Visión de la compañía a futuro Las empresas deberían realizar una autoevaluación crítica que contemple estos componentes antes de salir al mercado.
2. Conocer a la audiencia	Es importante conocer el perfil del inversionista al que se espera llegar para entender si la propuesta encaja con sus características y grado de aversión al riesgo.
3. Contar con un adecuado plan de inversiones	El primer paso al establecer el contacto con los inversionistas es resaltar las oportunidades de mercado que tiene la compañía y las fortalezas que tiene para aprovecharlas.
4. Hacer una valoración del negocio y establecer los límites de negociación	Si bien cada inversionista valora los riesgos de diferente manera, es necesario establecer cuál sería la zona de confort —en términos financieros— antes de negociar las condiciones en el mercado.
5. Estar atento a los costos (tiempo y dinero) de financiarse en el mercado de valores	Las compañías deben considerar que los gastos en los que tendrían que incurrir para promover un financiamiento (contables, legales, auditoría, etcétera) pueden ser altos y no son “devueltos” por los inversionistas.



Consideración	Descripción
6. Buscar asesoría legal	En este tipo de procesos, los estudios de abogados facilitan la interacción y ayudan a establecer los límites de la negociación, en la medida que las condiciones estipuladas pueden afectar las decisiones futuras de la empresa.
7. Prepararse para hacer un <i>road show</i>	La alta dirección (CEO, CFO o fundador) de las compañías que buscan financiamiento debe estar dispuesta a invertir una gran cantidad de tiempo a explicar su plan de negocios y las perspectivas futuras de la empresa.
8. Estar dispuesto a someter a la compañía a un escrutinio externo	Luego de haber establecido los términos base del financiamiento, la compañía deberá someterse a un proceso de <i>due diligence</i> a través del cual tendrá que someter a evaluación toda la información necesaria para el proceso.
9. Estar preparado para realizar cambios en el gobierno corporativo	Los inversionistas establecerán condiciones de gobierno corporativo y de transparencia, de modo que puedan preservar la inversión realizada.
10. Entender las diferencias entre los roles del emprendedor, de la dirección y de los inversionistas	Las empresas, en la medida que comienza a crecer, necesitan diseñar e implementar estructuras que permitan dar un adecuado soporte y administración al negocio.

Fuente: LAVCA, 2014.

Elaboración propia.

Anexo 4

Potenciales grandes empresas participantes en la estructura

Nombre del emisor	Clasificación			Clasificadora
	Corto plazo	Bonos*	Acciones	
Alicorp*		AAA	1a	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
		AA+	1a	Pacific Credit Rating S.A.C.
Aceros Arequipa		AA	2a	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
		AA	1a	Class & Asociados S.A.
Atacocha		AA	1a	Class & Asociados S.A.
			2a	Pacific Credit Rating S.A.C.
Backus			1a	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
Cementos Yura		AAA		Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
		AA+		Class & Asociados S.A.
Credicorp		AAA	1a	Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
		AA+		Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
Duke Energy		AAA		Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
		AAA	1a	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
Edegel		AAA		Pacific Credit Rating S.A.C.
		AAA	1a	Class & Asociados S.A.
Edelnor	CP1+	AAA		Pacific Credit Rating S.A.C.
		AAA	1a	Class & Asociados S.A.
Enersur		AAA	1a	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
		AAA	1a	Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
Gloria	CP1+	AA+		Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
	CP1+	AA+		Class & Asociados S.A.

Nombre del emisor	Clasificación			Clasificadora
	Corto plazo	Bonos*	Acciones	
Milpo		AA	1a	Class & Asociados S.A.
			1a	Pacific Credit Rating S.A.C.
Saga Falabella	CP1+	AA		Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
	CP1+	AA		Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
San Fernando*	CP1-			Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
	CP1-			Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
Supermercados Peruanos*	CP1-	AA-	2a	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
	CP1	AA	2a	Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
Telefónica del Perú	CP1+	AAA		Class & Asociados S.A.
	CP1+	AAA	1a	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
Telefónica Móviles	CP1+	AAA		Class & Asociados S.A.
Transportadora de Gas del Perú (TGP)		AAA		Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
		AAA		Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
Tottus	CP1-			Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
	CP1-			Pacific Credit Rating S.A.C.
Volcan			1a	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
			1a	Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
				Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
				Pacific Credit Rating S.A.C.

Elaboración propia.

Nota. (*) Las empresas trabajan con el Fondo Compass.

Anexo 5

Información económica de la emisión

1. Datos generales de la emisión

Monto de la emisión	30'000,000 de soles
Tipo de cambio	2.78 soles por dólar (tipo de cambio de la SBS al 16/4/2014)
IGV	18%
Número de emisoras	5 empresas
Plazo	5 años
Flujos cedidos titulizados	125% de los flujos mínimos cedidos por las medianas empresas en relación con sus obligaciones
Costo del financiamiento "All in"	12.99% es la TIR del financiamiento
Periodicidad del pago	Trimestral

2. Gastos directos de la emisión

Gastos en la Bolsa de Valores de Lima (en soles)	Fijo		Variable	
	No MAV	MAV	No MAV	MAV
Inscripción			0.0375%	0.0188%
Emisión	1,650			
Derecho de cotización			0.0020%	0.0010%

Fuente: BVL, 2013.

Cavali (en dólares)	Fijo		Variable	
	No MAV	MAV	No MAV	MAV
Inscripción de valores	100	85		
Mantenimiento de valores			0.0010%	0.0010%
Inscripción de nuevo emisor	2,500	2,500		
Mantenimiento de emisor	1,900	1,900		

Fuente: Cavali, 2012.

Superintendencia del Mercado de Valores	Fijo		Variable	
	No MAV	MAV	No MAV	MAV
Emisión de valores			0.00500%	0.00250%
Mantenimiento			0.00350%	0.00175%

Fuente: SMV, 2012.

Costos de inscripción y emisión (en soles)	No MAV	MAV
Inscripción en la Bolsa de Valores de Lima (0.0375%)	13,275	6,638
Inscripción de valores en Cavali	328	279
Inscripción de nuevo emisor en Cavali	8,201	8,201
Comisión de emisión en la Bolsa de Valores de Lima	1,947	
Comisión de emisión de la Superintendencia del Mercado de Valores	1,500	750
Derechos registrales	3,000	3,000
Aviso en diario	1,195	1,195
Impresión del prospecto marco	5,000	5,000
Total del costo de inscripción y emisión	34,446	25,063

Costos de mantenimiento mensual (en soles)	No MAV	MAV
Derecho de cotización en la Bolsa de Valores de Lima	708	354
Contribución a la Superintendencia del Mercado de Valores	1,050	525
Mantenimiento de valores en Cavali	354	354
Mantenimiento de emisor en Cavali	6,233	6,233
Total del costo de mantenimiento mensual	8,345	7,466

3. Otros gastos de la estructura

Costos de estructuración o colocación	Porcentaje	Monto (en soles)	Forma de pago
Comisión de estructuración	0.5%	150,000	Al inicio de la emisión

Fuente: Kallpa SAB.

Costos de la sociedad titulizadora	Monto (en soles)	Forma de pago
Costo de estructuración	69,500	Pago único al inicio de la emisión
Comisión de administración	8,340	Pago mensual
Comisión de auditoría anual	5,004	Pago anual al cierre de cada año

Fuente: Coril Sociedad Titulizadora.

Gastos de fideicomiso	Monto (en soles)	Forma de pago
Costo de estructuración	15,000	Pago único al inicio de la emisión
Comisión de administración	3,500	Pago mensual

Fuente: La Fiduciaria.

Costo de la clasificadora de riesgo	Monto (en soles)	Forma de pago
Comisión anual	50,040	Monto anual pagadero semestralmente (50%)

Fuente: Apoyo & Asociados.

Costo de due diligence	Monto (en soles)	Forma de pago
Costo	41,700	Pago único al inicio de la emisión

Fuente: Estudio Rubio.

Gastos de garantía	Porcentaje	Forma de pago
Comisión de garantía anual	1%	Pagadera mensualmente por adelantado
Comisión de garantía cubierta	50%	

Fuente: Cofide.

Gasto en intereses	Tipo de tasa de interés
Tasa de colocación estimada	9.0% de tasa nominal anual

Fuente: Scotiafondos y Sura.

Gastos de tasación	Monto (en soles)	Forma de pago
Costo del tasador	2,780	Pago mensual

Gastos en el controller	Monto (en soles)	Forma de pago
Costo	5,560	Pago mensual

Gastos en el representante de los obligacionistas	Porcentaje	Forma de pago
Comisión anual	0.02%	Pagadera al inicio de cada año en función de los saldos

Costo de la fianza	Porcentaje	Forma de pago
Comisión	2.5% anual	Pagadera mensualmente por adelantado

Sobre los autores

Alfredo MENDIOLA CABRERA

amendio@esan.edu.pe

Ph.D. en Management por la Cornell University, Ithaca, Nueva York, máster en Business Administration por la University of Toronto, magíster en Administración de Negocios (MBA) por la Universidad ESAN y bachiller en Ciencias con mención en Ingeniería de Sistemas por la Universidad Nacional de Ingeniería (UNI). Actualmente es profesor asociado del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Ha sido gerente de importantes empresas del medio y realizado consultoría en finanzas, análisis de inversiones, reestructuración empresarial y planeamiento para empresas de los sectores alimentos, bancario, minero, construcción y hotelero. Ha llevado a cabo diversos trabajos de investigación en su especialidad.

Carlos AGUIRRE GAMARRA

caguirre@esan.edu.pe

Profesor del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Magíster en Finanzas por esta misma universidad y economista con estudios de especialización en Finanzas, Regulación Económica de las Telecomunicaciones, y Administración Bancaria. Más de diez años de experiencia profesional en áreas financieras de empresas industriales y de servicios y en asesorías en reestructuraciones empresariales, evaluación de proyectos, valorización de empresas, procesos de compra-venta de empresas, y aplicación de sistemas de planeamiento y control de gestión. Ha elaborado y expuesto planes de reestructuración patrimonial en Indecopi y liderado la implementación de sistemas de planeamiento y control de gestión y/o de tableros de control estratégico (BSC).

Paola CAMPOS JIMÉNEZ

paola_drcj@hotmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y administradora de Negocios Internacionales por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos (UNMSM). Especialización en Banca de Inversión & Estructuración Financiera, y Proyectos & Decisiones de Inversión por la Universidad ESAN. Ha llevado diversos cursos de Project Finance. Posee seis años de experiencia en el sistema financiero (banca de inversión), en las áreas de negocios.

Grover CUADROS PÉREZ

groveralejandro@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y economista por la Universidad Nacional de Ingeniería (UNI). Especialización en Banca, Finanzas e Inversiones. Ha llevado cursos de tesorería e inversiones, así como talleres en paquetes informáticos estadísticos y financieros. Posee seis años de experiencia de administración de fondos en el sistema financiero.

David LODWIG FLEISCHMAN

david.lodwig@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y administrador de negocios por la Universidad Privada Telesup (UPT). Especialización en Banca de Inversión, Estructuración Financiera y Proyectos de Inversión por la Universidad ESAN. Es miembro del Beta Gamma Sigma International Honor Society (BGS). Ha llevado cursos de Banca y Mercado de Valores y superado el Nivel I del CFA (CFA Institute). Posee ocho años de experiencia en el sistema financiero, en las áreas de negocios, banca y estructuración financiera.

Miriam REGIS LAGOS

miriam_regis@hotmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y administradora de empresas por la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC). Especialización en Banca, Riesgo & Microfinanzas, y Proyectos & Decisiones de Inversión por la Universidad ESAN. Ha llevado diversos cursos de gestión de riesgos, así como de ejecución de estrategias. Posee dieciocho años de experiencia en el sistema financiero, en las áreas de riesgos, créditos y cobranzas.

Impreso por
Cecosami Preprensa e Impresión Digital S. A.
en febrero del 2016
Calle Los Plateros 142, Ate
Lima, Perú
Teléfono 625-3535
ventas@cecosami.com
www.cecosami.com