

Certificados de Capital de Desarrollo

Documento de Trabajo No. 180*
Comisión Nacional de Seguros y Fianzas
Héctor Romo

Resumen

Los Certificados de Capital de Desarrollo (CKDes) son títulos fiduciarios del Mercado de Capitales que se encuentran disponibles en la Bolsa Mexicana de Valores, sus recursos se destinan, por lo general, a financiar proyectos de desarrollo en sectores que se consideran de alto potencial.

A partir de la reforma financiera de 2014, la Ley del Mercado de Valores incluyó diversas disposiciones aplicables a las emisoras de estos valores así como a otros participantes del mercado de valores. Fundamentalmente, estas disposiciones llevaron a nivel de ley la normativa que previamente se había establecido en la Circular Única de Emisoras.

1 Descripción

Para dar una descripción de estos títulos se realizó un análisis de los 72 prospectos publicados por la Bolsa Mexicana de Valores, a continuación se enlistan sus principales características:

- Se comercializan mediante oferta pública en la Bolsa Mexicana de Valores.
- No consignan la obligación del pago de principal o intereses respecto de los títulos fiduciarios.
- Los ingresos producto de los activos o bienes del fideicomiso de emisión son variables, inciertos y sin garantías.
- No cuentan con un dictamen expedido por una calificadora sobre la calidad crediticia de la emisión.
- Tienen un plazo de liquidación variable (en la práctica van desde 5 hasta 50 años).
- La regulación contempla que su valuación sea al menos anual.
- Las sociedades o proyectos respecto de los cuales el fideicomiso invierte o adquiere títulos representativos de su capital social carecen de un gobierno corporativo en términos de lo previsto en la LMV.
- En términos de riesgo se asemejan a los Instrumentos de Capital.
- Las emisoras no tienen la obligación de publicar información financiera de sus empresas promovidas cuando las inversiones en éstas sean superiores al 10 % del patrimonio del fideicomiso, siempre que su oferta haya sido pública restringida.
- Tienen la opción de convocar a llamadas de capital hasta por el monto máximo establecido en la emisión.

* Las opiniones contenidas en este documento son de exclusiva responsabilidad del autor

- Se prevé la aplicación de una Dilución Punitiva en caso de que algún el Tenedor no acuda a las Llamadas de Capital.
- Son instrumentos ilíquidos toda vez que no existe un mercado secundario para ellos.
- El plazo inicial se puede extender previa autorización de la Asamblea de Tenedores.

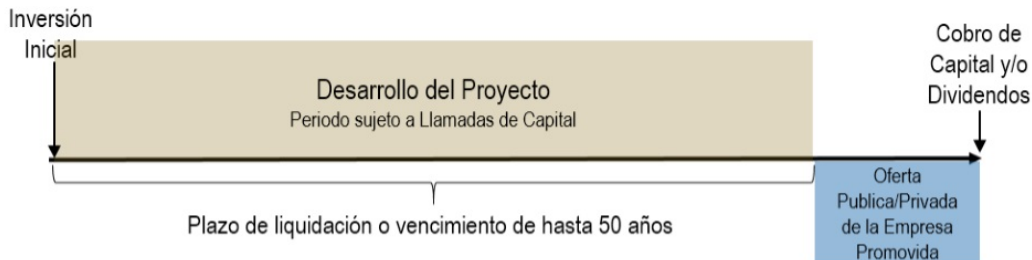


Figura 1: Vida de un CKD

2 Normativa

Como se hizo mención en el apartado anterior, los CKDes se regulan a través de la Ley del Mercado de Valores y de la Circular Única de Emisoras, adicionalmente a estos ordenamientos se encuentra el Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores y el Reglamento Interior de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores:

Ley del Mercado de Valores

En 2014 se escalaron a nivel de la Ley del Mercado de Valores diversas disposiciones de la Circular Única de Emisoras, particularmente destacan aquellas que establecieron el marco de regulación de los Certificados Bursátiles. Asimismo, se incorporó un régimen de oferta pública restringida a partir de la cual las emisoras pueden realizar ofertas públicas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales y calificados.

Circular Única de Emisoras D.O.F.

A partir de la aparición en 2007 de ciertos títulos fiduciarios que permitían la captación de recursos para destinarlos a la inversión en sectores productivos, la Circular Única de Emisoras dispuso de lineamientos que las emisoras de estos títulos fiduciarios debían seguir a efecto de regular su actuación en el mercado de valores y proteger los intereses de los inversionistas. Lo anterior, atendiendo a los riesgos inherentes a estos valores y, en general, a las actividades o proyectos de las sociedades respecto de las cuales el fideicomiso tuviera participación.

Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores

El Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores (el Reglamento) define a los CKDes como “títulos fiduciarios a plazo determinado o determinable emitidos por fideicomisos con rendimientos variables e inciertos y, parcial o totalmente vinculados a activos subyacentes fideicomitados, cuyo propósito sea la inversión que permita el

desarrollo de actividades o la realización de proyectos de sociedades o bien, la adquisición de títulos representativos de capital social de sociedades.”

Los CKDes se listan en la sección VI del apartado de valores autorizados para cotizar en Bolsa del Listado de la Bolsa Mexicana de Valores. La Disposición 4.007.03 del RIBMV establece los requisitos que las Sociedades Promovientes deben cumplir para listar un CKD. En el Capítulo Quinto del Reglamento se establecen los derechos y las obligaciones de las emisoras y otros participantes del mercado en materia de información institucional, financiera, económica, contable, jurídica, administrativa y de eventos relevantes

Reglamento Interior de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Delega en la Dirección General de Supervisión de Banca de Desarrollo y Entidades de Fomento las funciones de supervisión de las Instituciones, fideicomisos públicos y fondos que conforme a lo previsto en las leyes del sistema financiero mexicano, realicen actividades financieras y se encuentren sujetos a la supervisión de la Comisión.

La Dirección General de Emisoras realiza funciones relacionadas con cualquier valor inscrito en el Registro Nacional de Valores (Incluyendo los CKDes).

- Autoriza la inscripción y/o actualización (en el caso de CKDes para las llamadas de capital) en el Registro Nacional de Valores, así como la oferta pública de valores, para lo cual requiere que la emisora presente la documentación e información necesaria, incluyendo información relevante, como lo son prospectos de colocación, contratos de fideicomisos, contratos relevantes, opinión legal, estados financieros, etc.
- Supervisa que las emisoras revelen al público inversionista, su información periódica y continua (financiera, administrativa, legal y contable), a través de eventos relevantes, reportes anuales, información trimestral, estados financieros anuales auditados, etc.

3 Mercado

Desde 2009 hasta el 30 de septiembre de 2017 se han emitido un total de 72 CKDes. El monto colocado en la oferta inicial asciende a \$112,371 millones, con un monto máximo autorizado de \$303,465 millones. Los proyectos en sectores de Infraestructura, Bienes Raíces y Energía concentran más del 60 % de éstas colocaciones.



Figura 2: Oferta Inicial vs Máximo Autorizado (30 Sep 2017)

En términos de plazos, el 63 % de las emisiones se han colocado a 10 años mientras que el restante 37 % se han emitido con plazos que van desde los 5 hasta 50 años.

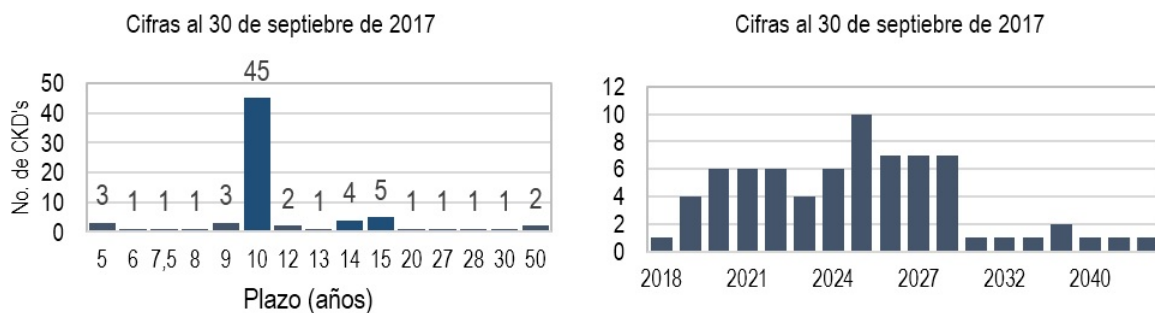


Figura 3: Plazos a la Oferta (izq) Vencimientos anuales (der)

4 Inversionistas

Al tercer trimestre de 2017 los principales inversionistas en CKDes eran las AFORES con una captación por \$146,851 millones de pesos (71 CKDes y 1 CERPI), equivalente al 87 % del monto total de las emisiones.

Las AFORES tienen una capacidad de participación en las emisiones de CKDes que se regula por su régimen de inversión, en él se establecen límites a los instrumentos estructurados por tipo de SIEFORE, éstos límites son del 10 % para la SIEFORE Básica 1 (SB1), 15 % para la SB2 y 20 % para la SB3 y SB4, con un límite máximo del 3 % en una sola emisión de un CKD o CERPI en cada SIEFORE. Asimismo se cuenta con un límite de inversión por AFORE en una emisión individual de Instrumentos Estructurados del 100 % siempre que cuente con un co-inversionista.

Considerando los límites regulatorios y las cifras reportadas por la CONSAR al cierre de junio de 2017, se estima que las AFORES tienen un potencial de inversión de \$510,545 millones, que representa el 168 % del monto máximo autorizado a las emisoras de CKDes.

Recursos Administrados por las AFORES			
Cifras al 30 de junio de 2017 (millones MXN)			
SIEFORE	Monto Administrado	% Permitido	Monto Permitido
Básica 0	59,625	0 %	0
Básica 1	93,686	10 %	9,369
Básica 2	1,057,146	15 %	158,572
Básica 3	920,961	20 %	184,192
Básica 4	792,061	20 %	158,412
Total	2,923,479		510,545

Al cierre de junio de 2017 el nivel de consumo de los límites regulatorios de los Instrumentos Estructurados, incluyendo el capital comprometido de futuras Llamadas de Capital, se ubicó en 59 %.

5 Riesgos Subyacentes

Los CKDes se encuentran expuestos a riesgos de tasas de interés, tipos de cambio, inflación, liquidez y en general a todo tipo de riesgos financieros; sin embargo, también están expuestos a riesgos asociados a sus proyectos, como son la planeación, la

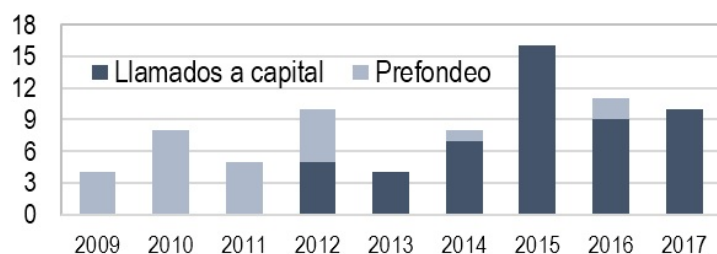
organización del fideicomiso, la habilidad del administrador, la experiencia del desarrollador, entre otros.

Los riesgos asociados a los proyectos aportan la mayor cantidad de incertidumbre a estas inversiones toda vez que son de comportamiento impredecible y sólo se pueden medir de manera parcial.

Llamadas de Capital

Las Llamadas de Capital son un mecanismo por medio del cual los Fideicomisos pueden realizar emisiones subsecuentes, las reglas establecen que el total de emisiones no pueden exceder del monto máximo autorizado para el CKD. A partir de 2012 la emisión de CKDes bajo el mecanismo de Llamadas a Capital ha ido en aumento, a tal grado que a la fecha predominan éste tipo de emisiones.

El mecanismo de Llamadas de Capital fue implementado a estos Certificados para evitar el Pre-fondeo y de esta manera evitar que los Tenedores realicen el total de la inversión si no existen proyectos en marcha, sin embargo, para aquellos Tenedores que no acudan a las Llamadas de Capital y no suscriban y paguen los Certificados que se emitan en emisiones subsecuentes, se contempla la aplicación de una Dilución Punitiva, cuyas reglas se establecen en cada Prospecto de Colocación.



Ante el riesgo de generar un quebranto, las instituciones podrán privilegiar la atención a una Llamada de Capital antes que atender sus obligaciones de pago con los asegurados.

Figura 4: Emisiones con Llamadas a Capital

Caracterización del riesgo

Actualmente la información de precios y rendimientos de los CKDes no refleja su desempeño real, toda vez que no se encuentra depurada y aún muestran el efecto que las diluciones provocan a su Net Asset Value (NAV) derivado de las Llamadas a Capital.

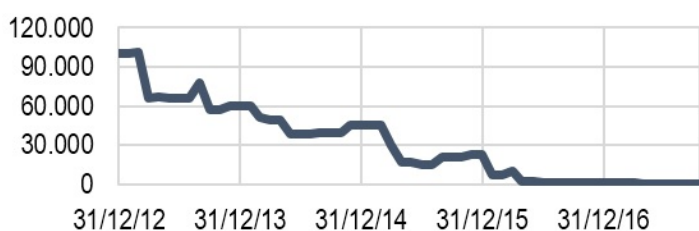
Es importante remarcar que los inversores institucionales sujetos a reglas de Solvencia requieren de información suficiente y veraz para la adecuada administración de riesgo de sus portafolios de inversión.

El sector bancario, a través de la adopción de los acuerdo de Basilea, ha optado por medidas paramétricas de riesgo. Fundamentalmente se establecen dos factores: el de riesgo general de mercado y un cargo adicional por riesgo específico. Para determinar el Requerimiento de Capital que una institución necesita mantener se aplica el 22.23 % al valor absoluto de la posición neta del portafolio y un 8 % de cargo por riesgo específico a la posición bruta. Esto se traduce en un 30.23 % de Requerimiento de Capital para un inversor cuya posición consista únicamente en la compra de CKDes.

En el sector asegurador al mercado de capitales se le asocian las dinámicas del índice local IPC, este criterio facilita la valuación de estos instrumentos, aunque les atribuye características como Completitud, Eficiencia, Profundidad y Liquidez que no necesariamente poseen.

Algunos eventos documentados son:

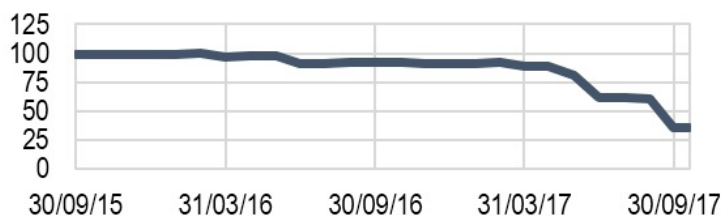
Oro Negro (AXISCK 12). Emisión inicial \$6,500 MM (MXN). Axis Capital creó a Oro Negro en el 2012, el proyecto consistía en la adquisición de cinco plataformas que operarían en el Golfo de México y que serían rentadas a Pemex Exploración y Producción. En este CKD participaron tres afores (SURA, Banorte y Banamex).



Ante los cambios estructurales en el sector energético y la caída en los precios del petróleo, Pemex canceló contratos con Oro Negro. El 22 de septiembre de 2017, Axis solicitó el concurso mercantil para las operaciones y actividades de la perforadora.

Figura 5: Oro Negro (AXISCK 12)

Acueducto Zapotilla (PRANACK). Emisión inicial \$762 MM (MXN). El proyecto de la compañía española Abengoa consistía en la edificación y operación de un acueducto de 139 kilómetros entre la presa El Zapotillo, en los Altos de Jalisco y la ciudad de León, Guanajuato.



Obra suspendida por la oposición de pobladores y ganaderos, actuales propietarios de los predios por donde pasaría la construcción. En 2017 Abengoa anunció que abandonaba el proyecto y su concesión de operación.

Figura 6: PRANACK (PRANACK)

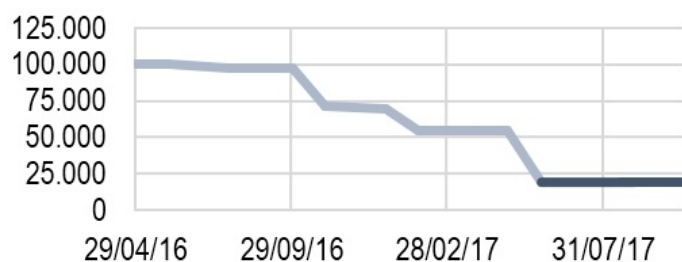
Parque Eólico Mareña (FIMMCK). Emisión inicial \$796 MM. El proyecto consistía en la construcción de un parque eólico de 132 torres con aerogeneradores y una línea de transmisión de 52 kilómetros.



En diciembre de 2015 un juez de distrito de Oaxaca ordenó la suspensión definitiva del proyecto debido a protestas sobre el uso de suelo de los propietarios de los predios

Figura 7: Parque Eólico Mareña (FIMMCK)

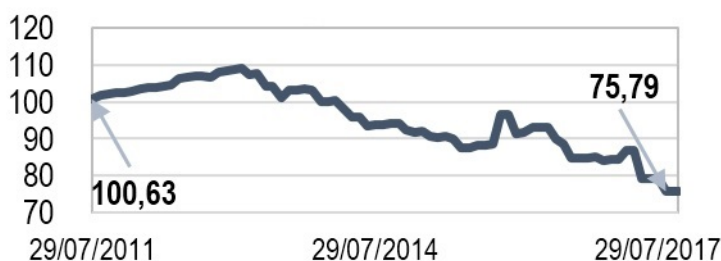
En el nuevo proyecto participan de manera conjunta BALAMCK16 y el Fondo Nacional de Infraestructura con el 50 % de participación. Mitsubishi Corporation controlará el 50 % restante.



En mayo de 2017, el Fondo de Infraestructura Macquarie México (FIMM), filial del Grupo Macquarie vendió su participación de 32.5 % al conglomerado japonés Mitsubishi Corporation y a la empresa administradora de fondos de inversión Balam Administradora.

Figura 8: Éolicas del Sur (BALAMCK 16)

El 27 de marzo de 2017 debía terminar la etapa de desarrollo del CKD con clave de pizarra CI3CK11, con lo cual se daría el primer vencimiento de uno de estos instrumentos, sin embargo se anunció una sustitución del Fiduciario y el plazo se extendió por dos años más al 4 de abril de 2019.



Durante los primeros seis años el CKD CI3CK11 destinó sus recursos al otorgamiento de créditos, al arrendamiento de inmuebles, a inversiones en valores y a la inversión de títulos a vencimiento. En los eventos relevantes del emisor no se reportan Llamadas de Capital, su desempeño muestra una minusvalía del 25 % de su valor inicial.

Figura 9: CIC3CK11

6 Aseguradoras

Al 30 de junio de 2017 el sector asegurador estaba conformado por 101 instituciones, de las cuáles 16 estaban incorporadas a algún grupo financiero, mientras que 52 presentaban capital mayoritariamente extranjero con autorización para operar como filiales de instituciones financieras del exterior.

Respecto a su operación, el sector cuenta con 53 compañías que operan el ramo de Vida, mientras que 83 operan los ramos de no-Vida. En esta clasificación 9 compañías manejan los Seguros de Pensiones Derivados de las Leyes de Seguridad Social, 9 el ramo de Salud, 2 el ramo de Crédito a la Vivienda y 1 el ramo de Garantía Financiera.

Reservas Técnicas		
Cifras en millones (MXN)		
Reserva	Monto	Participación
Vida Largo Plazo	704,038	65.6 %
Vida Corto Plazo	169,005	15.8 %
OPC	146,831	13.7 %
Catastróficas	52,697	4.9 %
Total	1,072,572	100 %

Al cierre del segundo trimestre de 2017, el saldo de la reserva de riesgos en curso se ubicó en \$873,043 millones, cifra que equivale al 81.4 % de las reservas totales del sector.

7 Capacidad de inversión

Las instituciones de seguros están autorizadas a cubrir su Base de Inversión hasta en un 5 % con instrumentos estructurados, siempre que puedan mantener en todo momento un adecuado calce entre sus activos y pasivos. Lo anterior significa que deben garantizar que las obligaciones derivadas de sus contratos de seguro sean cubiertas por posiciones equivalentes en los activos e inversiones, en términos de duración, moneda, tasa de interés, tipos de cambio e índices de precios.

Al determinar la cantidad de recursos que una institución de seguros puede destinar a inversiones en CKD, se debe tomar en cuenta:

- El límite regulatorio del 5 % de su Base de Inversión.
- Sus necesidades de liquidez que garanticen el cumplimiento oportuno de sus obligaciones.
- La composición optima de su portafolio de inversión que asegure el adecuado calce entre activos y pasivos.
- Que las reservas de OPC, Catastróficas y todas aquellas de Corto Plazo, no pueden ser cubiertas con CKDes dadas su características de baja liquidez.

No obstante las instituciones de seguros pueden realizar inversiones sin restricciones normativas, con recursos que no formen parte de sus Fondos Propios Admisibles.