



UNIVERSIDAD  
DE LIMA

# SESIÓN 1 Y 2

## Mercado primario

# Mercado primario

Introducción &  
estrategias de financiamiento

# Mercado primario

Introducción  
Sistema financiero  
Mercado de valores: régimen general  
BVL  
Mercados eficientes

# El sistema financiero

## Intermediación indirecta y directa



# Sistema financiero

Es el conjunto de empresas que debidamente autorizadas operan en la intermediación financiera, constituyéndose por el conjunto de instituciones, mercados, activos y técnicas a través de las cuales se canaliza eficientemente el ahorro hacia la inversión.

Incluye las subsidiarias que requieran de autorización de la Superintendencia (SBS) para constituirse.

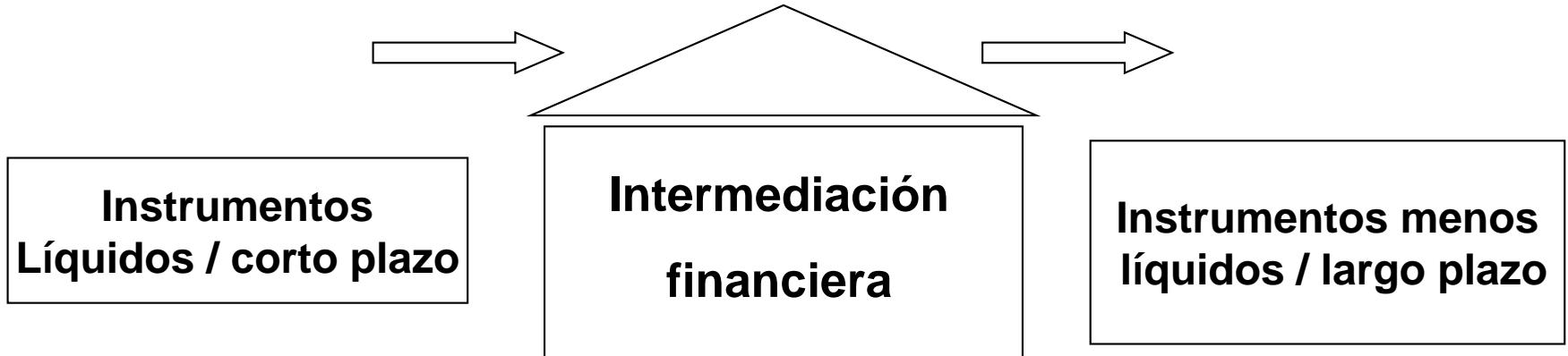
Fuentes: Anexo-Glosario de la Ley Nº 26702.

# Intermediación financiera

La actividad habitual consistente en la captación de fondos (acumulación), bajo cualquier modalidad, y su colocación (asignación) en forma de créditos o inversiones de manera eficiente y segura.

- Toma instrumentos líquidos (i.e. depósitos) y los transforma en instrumentos menos líquidos (i.e. prestamos/colocaciones). "*Liquidez*"
- Toma instrumentos de corto plazo (i.e. depósitos) y los transforma en instrumentos de más largo plazo (i.e. prestamos). "*Calce*"
- Se busca la diversificación de riesgos "*Minimizar riesgos*"
- Valorar los activos (prestamos/inversiones) financieros.
- Crear y proporcionar activos y servicios financieros, acorde con el desarrollo de la actividad productiva de bienes y servicios.

# Intermediación financiera



“Toma instrumentos líquidos de corto plazo (i.e. depósitos), y los transforma en instrumentos menos Líquidos y de mayor Plazo (i.e. créditos)”

# Intermediación indirecta

La intermediación indirecta se da mayormente a través de las instituciones financieras (sistema financiero), las cuales transfieren excedentes acumulados (ahorros de personas o empresas) hacia los agentes deficitarios.

El riesgo de la colocación lo asume el intermediario financiero (i.e. bancos comerciales).

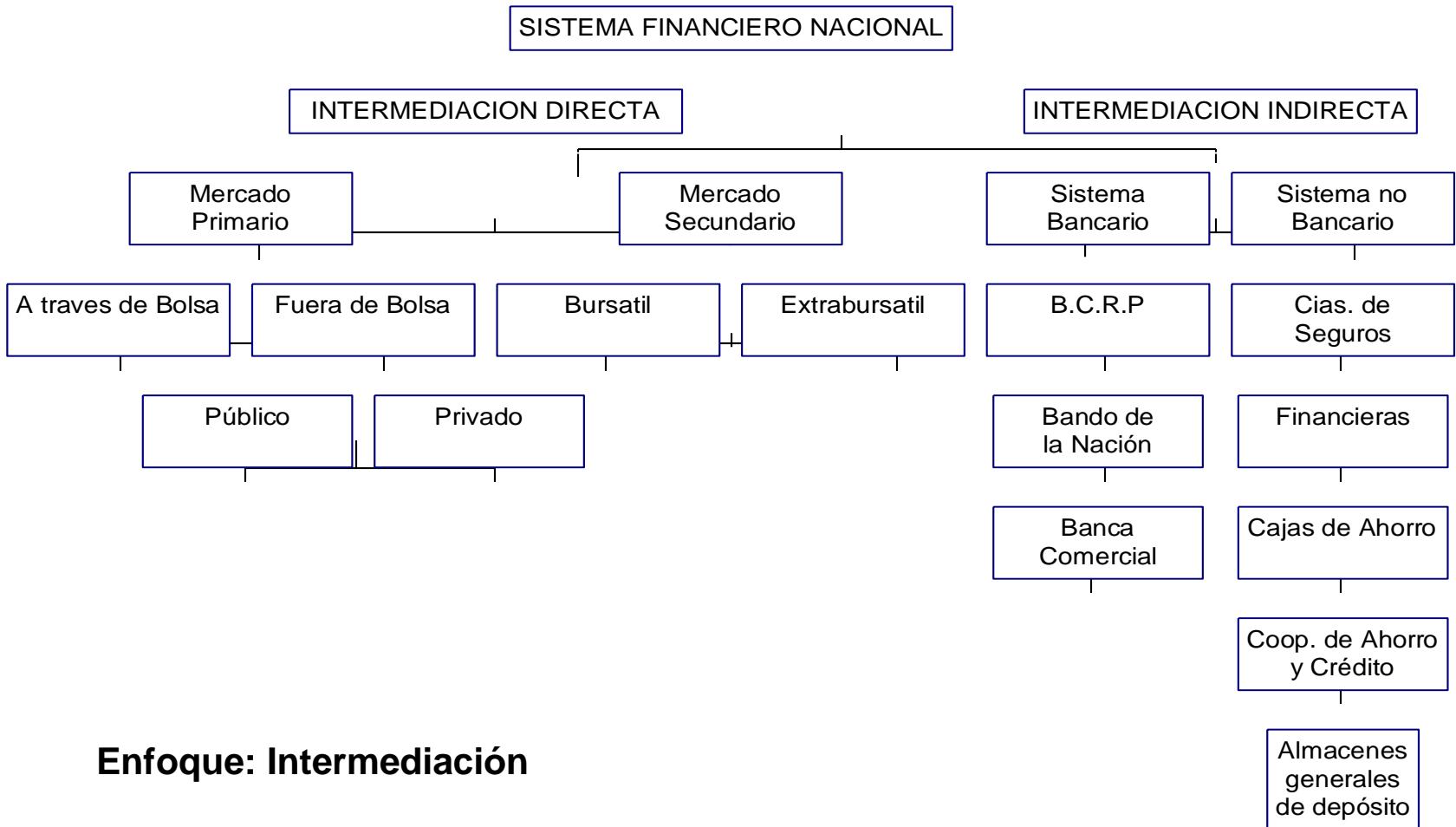


# Intermediación directa

El agente superavitario asume directamente el riesgo que implica otorgar los recursos al agente deficitario. El contacto entre ambos se puede efectuar directamente, a través de diferentes medios e instrumentos del mercado de capitales / valores (i.e. a través de instrumentos de deuda: bonos y/o de capital: acciones).



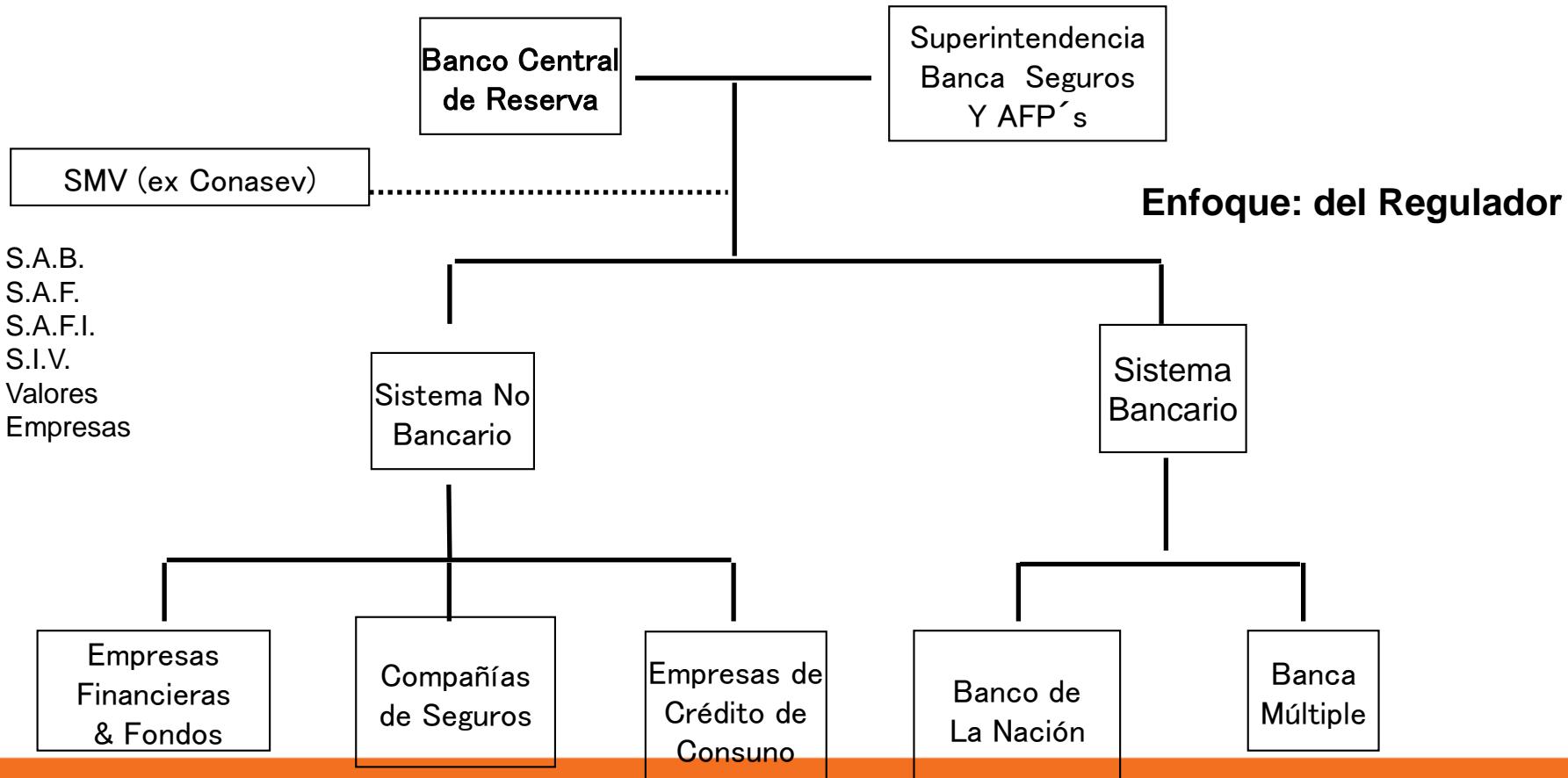
# Estructura sistema financiero



**Enfoque: Intermediación**

# Estructura sistema financiero

**Cofide:** Caso especial, su objeto es contribuir al desarrollo integral del país mediante la **promoción y financiamiento de inversiones productivas y de infraestructura pública y privada** a nivel nacional.



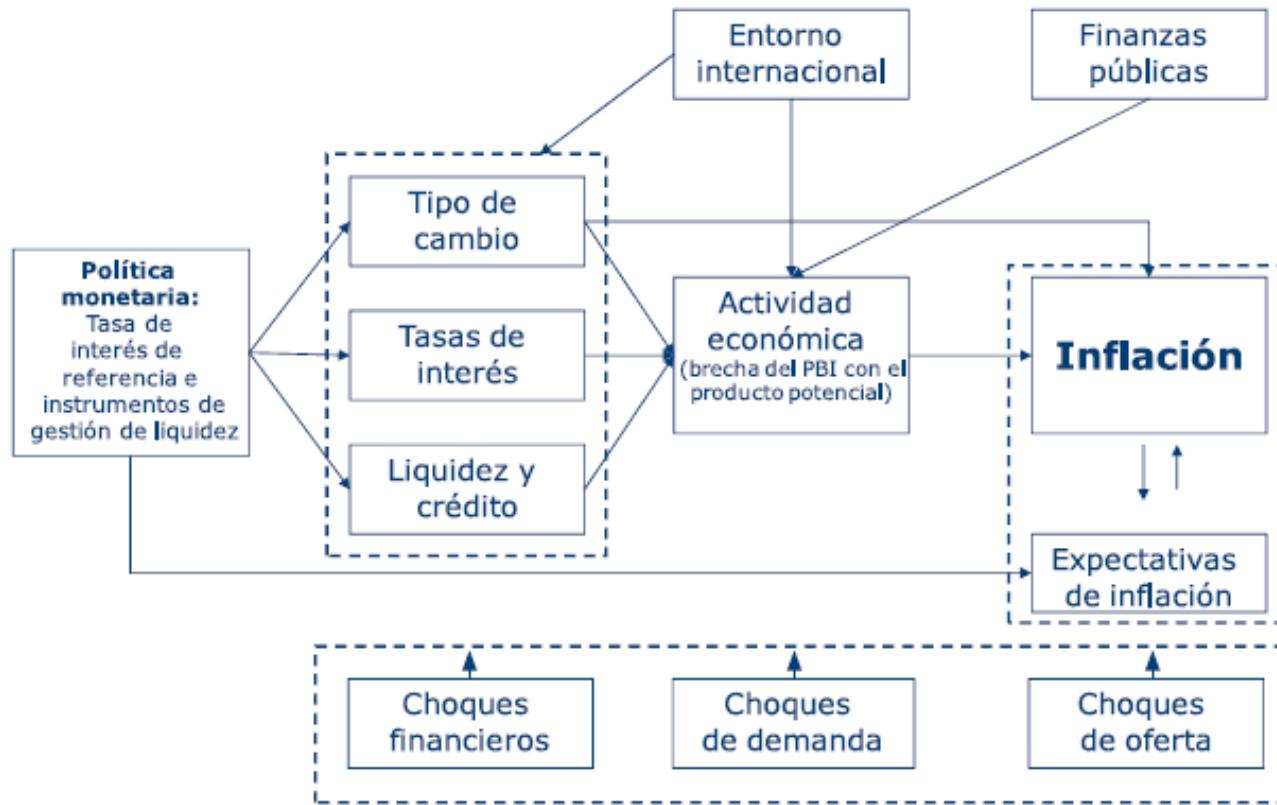
# Estructura sistema financiero: El BCR

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) fue creado en 1922. La Constitución Política del Estado establece *dos* aspectos fundamentales sobre política monetaria:

- La *autonomía* del BCRP.
- Finalidad (misión) única de *preservar la* estabilidad monetaria, es decir mantener el poder adquisitivo de la moneda doméstica en términos de bienes y servicios (\*)

(\*) Mantener el valor de la moneda (inflación baja).

# Estructura sistema financiero: El BCR



# Sistema Financiero Internacional

El rol del Sistema Financiero Internacional es el de facilitar y permitir la libre circulación de fondos entre instituciones financieras de todos los países de manera eficiente y transparente. Además, complementar de manera oportuna y eficiente los procesos de intercambio de bienes y servicios entre las naciones.

Lo cual implica que los países y operadores acepten un conjunto de principios, teniendo en cuenta los mercados, la convertibilidad de las monedas, la estabilidad de los mismos; los niveles de liquidez internacional, los mecanismos de liquidación de los pagos existentes; así como, la ejecución de políticas de ajustes eficaces.

# Sistema Financiero Internacional

Esta conformado por:

Fondo Monetario Internacional

Banco de Pagos Internacionales (BIS)

La Reserva Federal de los EEUU: (FED)

Banco Central Europeo

Bancos Centrales de todos los países.

Bancos Multinacionales

Instituciones financieras multilaterales (BID,BM).

Bancos nacionales y otras instituciones.



# Mercado

Ambiente donde se reúnen personas que demandan y ofertan algún bien o servicio.

No necesariamente es un espacio físico, que puede ser un mecanismo de interacción entre personas.



# Mercado financiero

El mercado financiero, en general, posibilita la transferencia de fondos de los agentes (personas/instituciones) que tienen un excedente de capital “agentes superavitarios”, a favor de otros (personas/instituciones) deficitarios de capital “agentes deficitarios”.

*“Un mercado financiero es aquel en que se pueden comprar o vender activos financieros (valores) como acciones y bonos. Una parte transfiere fondos a dichos mercados, mediante la compra de activos financieros en poder de la otra parte. Estos mercados facilitan el financiamiento de las familias, empresas y dependencias gubernamentales”*

J. Madura: “Mercados e Instituciones Financieras”

# Funciones del mercado financiero

Fijar los precios de los activos financieros (valores), resultante de la interacción de compradores y vendedores.

Proporcionar mecanismos para convertir los activos financieros (valores) en liquidez.

Reducir el costo de las transacciones (costo de búsqueda y el costo de información)

Fabozzi, Modigliani y Ferri

# Clasificación del mercado financiero

Los **mercados financieros** se clasifican en:

Directos: **Mercado de valores**

Indirectos: **Sistema financiero** (Constituido por Bancos Comerciales, Financieras, Cajas, etc. Son sujetos a regulación por la SBS.

Libres y Regulados

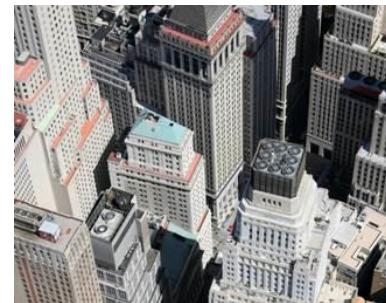
Organizados: Bursátiles

No Organizados: Operaciones privadas

Primarios y Secundarios

# El mercado de valores

## Régimen General



# Mercado de valores: introducción

**Mercado de valores:** Son mercados financieros organizados, en donde se tranzan activos financieros (valores), el cual esta compuesto por:

Operaciones bursátiles: Sus transacciones se concentran en un lugar físico (bolsas de valores).

Operaciones extrabursátiles (OTC): Sus operaciones se realizan mediante sistemas de comunicación electrónicos.

Las operaciones bursátiles tienen mayor regulación, pero ofrecen mayores beneficios



# Mercado de valores peruano: estructura

Bolsa de Valores de Lima       $\approx$ (NYSE)

SMV (ex -CONASEV)       $\approx$  (SEC)

BCR       $\approx$  (FED)

## Inversionistas institucionales:

AFP's / fondos mutuos

Estateles (Petro Perú, ONP(FCR), ESSALUD, BN, etc.)

Banca Comercial / CIA's de Seguros

Bancos de Inversión (extranjeros y locales)

Personas Naturales

**FCR:** Fondo Consolidado de Reservas Previsionales

**SMV:** Superintendencia de Mercado de Valores

# Mercado de valores: beneficios

- Brinda transparencia y eficiencia en la gestión.
- Aumenta el valor de mercado de la empresa.
- Constituye una fuente de capital permanente.
- Aumenta la credibilidad y prestigio de la empresa.
- Mayor prestigio y exposición en el mercado.
- Mejora las estructuras financieras y legales de la empresas

# El mercado de valores en el Perú



# Titulo valor

## Título valor

Un **título de valor** o **valor** representa derechos parciales de propietario sobre cierta sociedad ("acciones"), o algún título de crédito ú obligación, con características y derechos estandarizados (cada valor de una emisión dada tiene el mismo monto nominal, el derecho al mismo tipo de dividendos, cotizado sobre la misma línea en la bolsa, etc.).

### Tipos de valor:



- Letras del Tesoro
- Papeles Comerciales
- Certificados de Deposito
- Bonos (*Estado, Corporativos, Hipotecarios, de Arrendamiento Financiero, Convertibles, Subordinados*).
- Acciones Comunes
- Acciones Preferentes
- Acciones de Inversión
- ADR

# Emisión de valores

La emisión de valores por parte de empresas del sistema (financiero y no financiero) debe cumplir con las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y la Ley General de Sociedades.

## Valores mobiliarios:

Son valores mobiliarios, aquellos emitidos **en forma masiva y libremente negociables** que **confieren** a sus titulares **derechos crediticios**, participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.

Los valores pueden emitirse mediante:

**Oferta pública.**

**Oferta privada.**



# Oferta pública

Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación adecuadamente difundida(\*) que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.



(\*) De acuerdo a las normas establecidas por la SMV  
**EDUCACIÓN  
EJECUTIVA**

# Oferta privada

Es privada, la oferta de valores mobiliarios que no es considerada Oferta pública. Sin perjuicio de ello, y siempre que no se utilicen medios masivos de difusión, se considera privada la oferta **hecha exclusivamente** a inversionistas institucionales y la oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo, sea igual o superior al monto determinado en su momento por el regulador.



# Mercado de valores primario

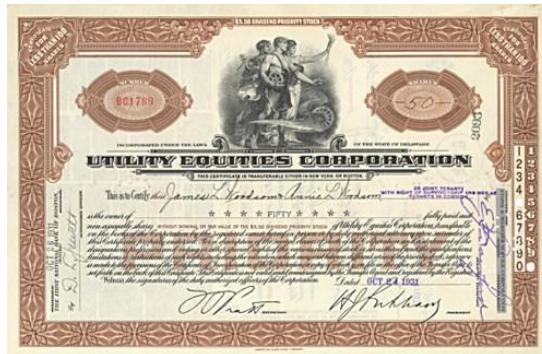
Es el mercado de primeras emisiones de valores de renta fija (i.e. bonos) y de renta variable (i.e. acciones).

Permite recoger recursos frescos para la constitución y/o ampliación de empresas, así como para capital de trabajo generalmente a través del mecanismo de oferta pública.



# Oferta de valores

Si se quiere generar un mercado secundario para los valores materia de oferta publica primaria, deberá iniciarse paralelamente a la inscripción en el Registro, la inscripción del valor en la Bolsa de Valores de Lima.



# Mercado de valores secundario

En el se realizan transferencias (compras/ventas) de los valores ya colocados anteriormente a través del mercado primario.

Está representado por el mercado bursátil y el mercado extrabursátil (OTC).



# Propiedades de los activos financieros (valores)

**Divisibles** (diferentes denominaciones)

**Reversibles** (se convierten en dinero y luego en A.F.: valores)

**Generan flujos de efectivo** (dividendos, intereses)

**Tienen fecha de vencimiento** (bonos)

**Convertibles** (bonos convertibles en acciones)

**Líquidos** (tienen diferentes grados de liquidez)

**Se emiten en diferentes monedas**

**Gozan de incentivos tributarios**

**Monetizables** (algunos pueden ser usados como medio de cambio).

# Participantes del mercado

## Inversionistas:

Personas naturales, empresas, inversionistas institucionales.

## Intermediarios:

SAB's locales y regionales (que abarcan mas de un país).

## Mercados:

Local (BVL), Extranjero (NYSE, AMEX, NASDAQ, FTSE, CAC, etc.)

## Organismos de Compensación:

BVL-CAVALI (Local), Depository Trust Company: "DTC" (EEUU.)

## Reguladores:

SMV (Local), SEC (EEUU), otros.

# **La bolsa de valores**

Funcionamiento  
Operaciones  
Indicadores  
CAVALI



# Bolsa de Valores de Lima (\*)



# Bolsas de valores

Entidades “mecanismos centralizados de negociación” (MCN), en las que se desarrollan mercados organizados cuyo objeto es facilitar la realización de transacciones comerciales relativas a valores mobiliarios con la intermediación de agentes especializados (Sociedades Agentes de Bolsa o SAB's)

Ventajas de invertir a través de la bolsa (MCN):

Liquidez

Seguridad

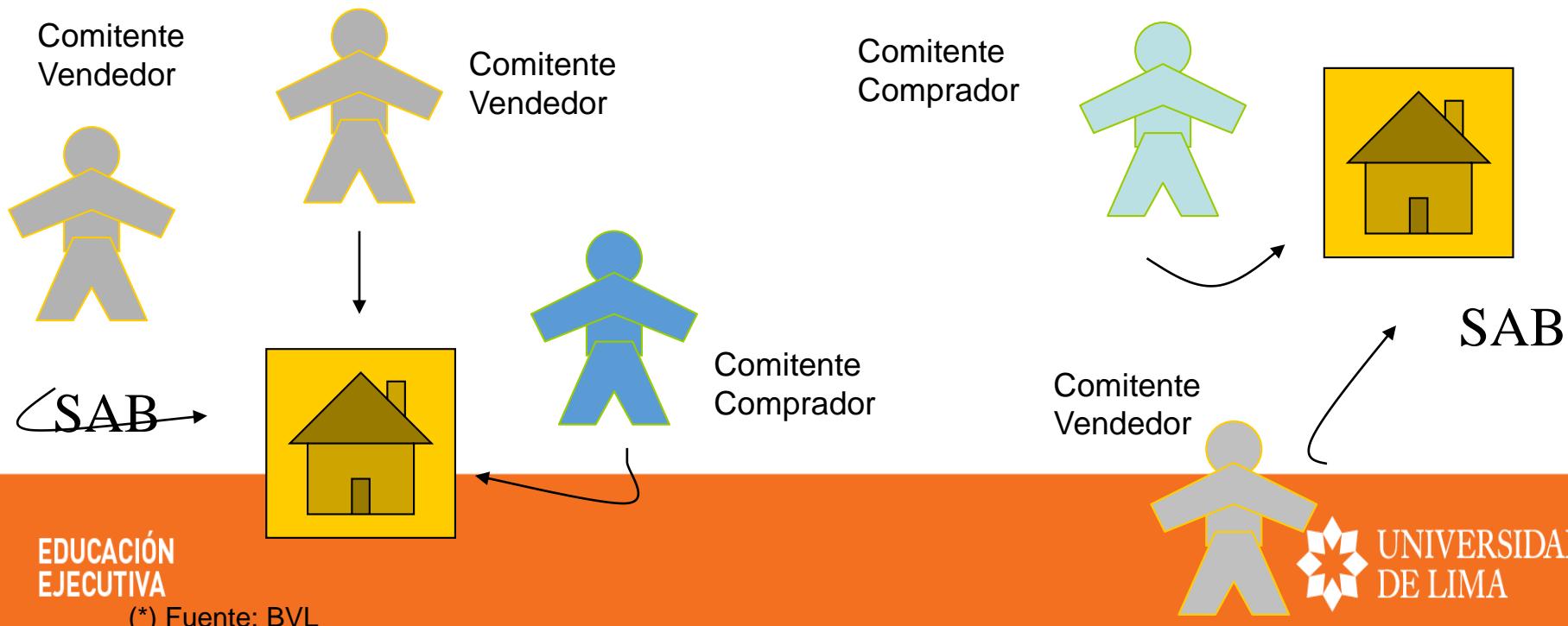
Transparencia



(\*) Fuente: BVL

# Compra y venta de valores

Los comitentes vendedores (personas naturales o jurídicas) acuden a una Sociedad Agente de Bolsa (SAB), a fin de presentar sus respectivas órdenes de venta. Del mismo modo, los comitentes compradores acuden para presentar sus órdenes de compra.



# Apertura de cuenta

Ficha de Registro (Informacion en General del cliente):

Nombre, documento de identidad, direccion, telefono, edad ect.

Tipo de Cuenta (operaciones de contado, crédito, adm. de cartera, otros)

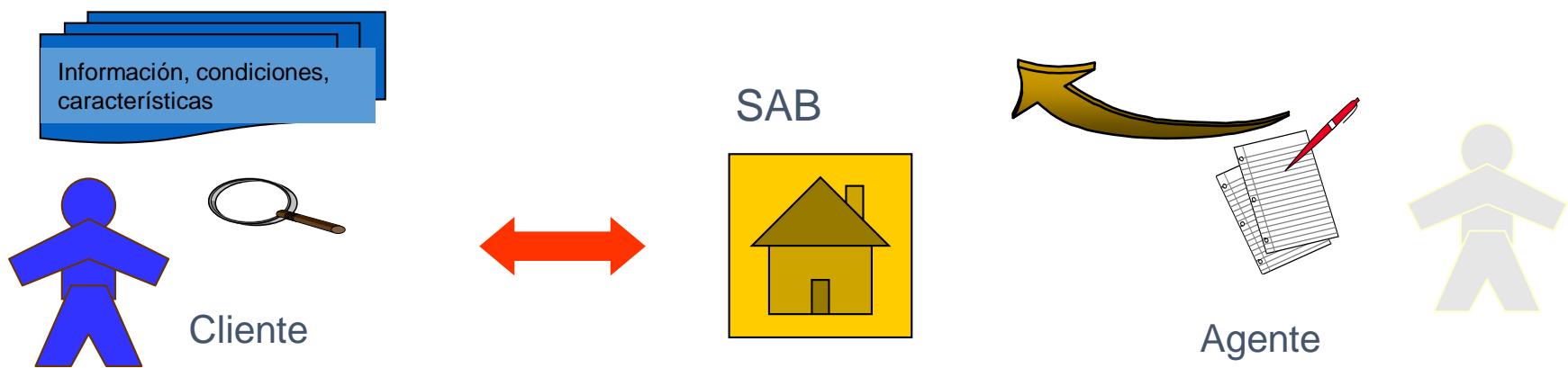
Numero de Registro (RUT)

Objetivos de inversion, Nivel de Conocimiento del Mercado

Nombre y Numero de Cuenta Bancaria

Tipo de Orden: Telefonica, escrita, ambas etc

Firma y datos del Representante (de ser el caso)



# Transacciones

El Comitente comunica al Agente a través de una Orden de Compra u Orden de Venta manifestando su intención, bajo las condiciones de cantidad, emisión, precio y plazo de ejecución. Las órdenes pueden ser comunicadas verbalmente, vía escrita, o por otros medios de comunicación.

El comitente entrega los fondos (si es comprador) o los valores (si es vendedor) a la respectiva SAB (Agente) quien no tiene la obligación de ejecutar una orden, si el cliente no ha cumplido con la entrega de los fondos o valores necesarios para honrar la operación.



(\*) Fuente: BVL

# CAVALI

CAVALI (hoy en día fusionada con la BVL) tiene por objeto el registro, compensación, liquidación y transferencia de valores. (Registro Central de Valores y Liquidaciones),

Las SAB's son Participantes Directos de CAVALI, ya que tienen acceso a liquidar operaciones en fondos y valores ([cavali.web](http://cavali.web)).

Luego de realizada la negociación en la BVL, CAVALI realiza dicha compensación y liquidación de fondos y valores. En resumen, en la BVL se efectúa la negociación de valores y en CAVALI se liquidan éstos y los fondos correspondientes.

CAVALI además, analiza y administra el riesgo asociado a la compensación y liquidación de operaciones con valores. Entrega dividendos en efectivo, acciones liberadas y otros beneficios o derechos derivados de los valores inscritos en el registro contable. Mantiene y administra el dinero, valores y otros activos entregados por sus participantes para el cumplimiento de sus obligaciones, a través de "Anotaciones en Cuenta".

(\*) Fuente: CAVALI

# CAVALI

La DESMATERIALIZACION es el registro electrónico de valores mediante “Anotaciones en Cuenta” en el Registro Contable a cargo de CAVALI, eliminando así los títulos físicos que representaban la propiedad. La desmaterialización permite incrementar la liquidez de los valores transados, reduciendo a su vez, los riesgos vinculados al proceso de liquidación, tales como falsificación, robo o extravío de los títulos físicos. Asimismo, reduce los costos e ineficiencias por la custodia y emisión de títulos físicos.

El Registro Contable es aquel registro electrónico centralizado de valores anotados en cuenta y administrado por CAVALI, en el cual se efectúa la inscripción de los títulos valores emitidos por emisores nacionales y extranjeros. El Registro Contable permite identificar el emisor, el valor respectivo y sus titulares.

El Registro Único de Titular (RUT) es el código asignado a todo propietario de valores anotados en cuenta en CAVALI, para su identificación, confidencialidad y adecuado registro de datos.

(\*) Fuente: CAVALI

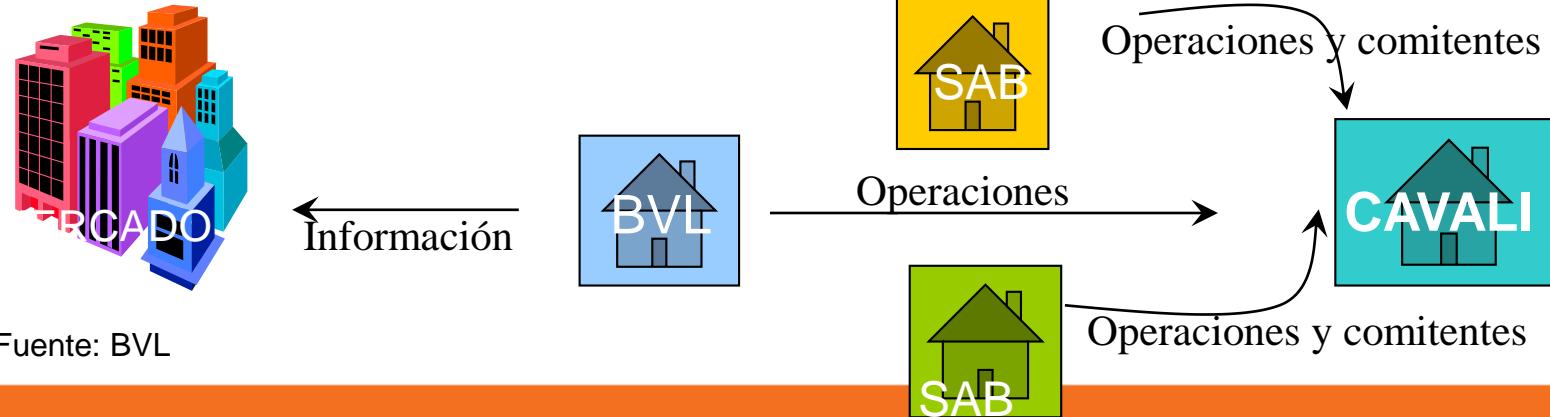
# Procedimientos de compensación

La BVL transfiere a CAVALI la información referida a las operaciones realizadas.

SAB compradora y SAB vendedora presentan la relación de Operaciones y Comitentes a CAVALI.

La BVL difunde la información referida a las operaciones a través de sistemas electrónicos, Web y otros medios.

CAVALI procede a calcular los montos a liquidar.



(\*) Fuente: BVL

# Liquidación

El Comitente entrega a la cuenta de la SAB monto de su compra, incluye comisiones y contribuciones a: SAB, BVL, CAVALI, SMV, IGV y Fondo de Liquidación.

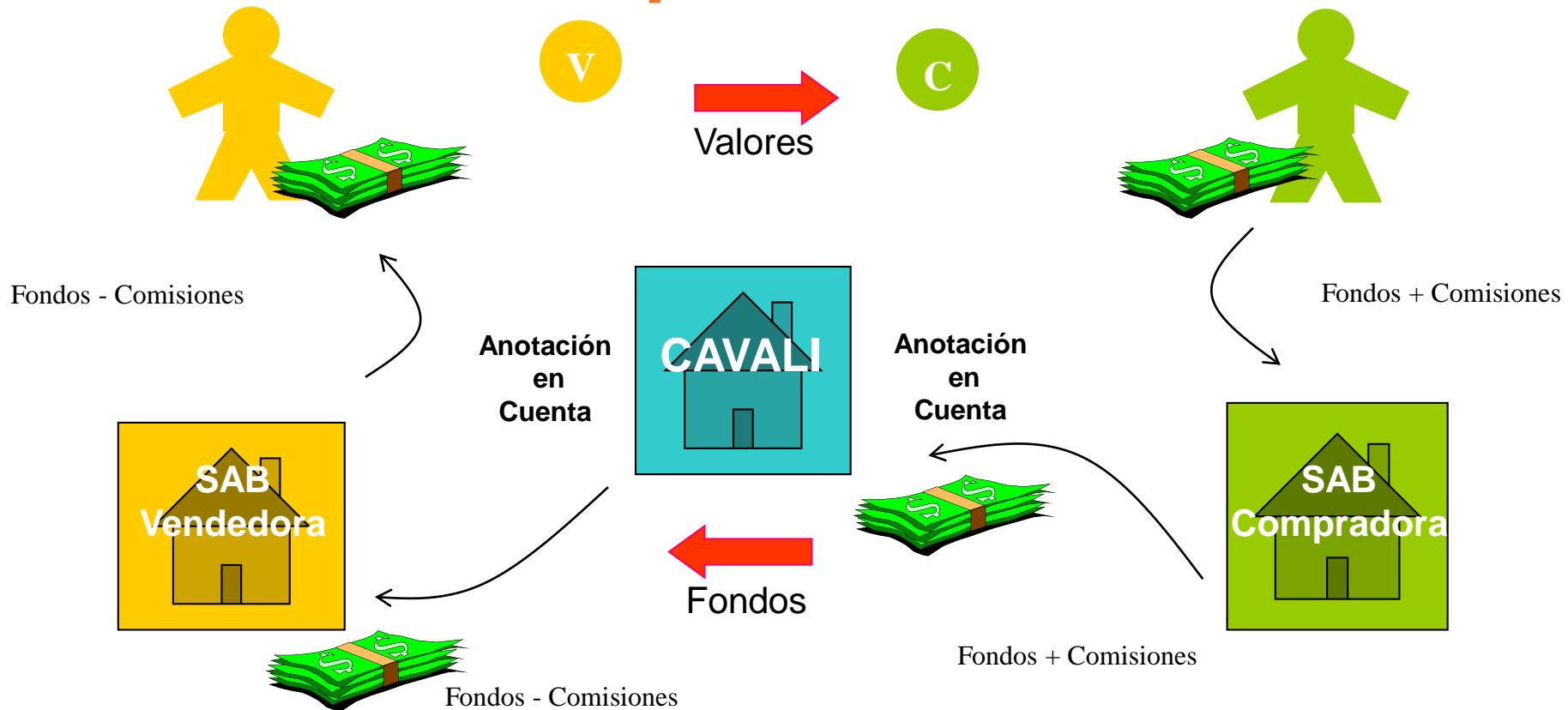
SAB Compradora pone a disposición de CAVALI los fondos correspondientes a la operación incluyendo comisiones y retribuciones.

CAVALI abona el importe de la operación neto de contribuciones y retribuciones en la cuenta de la SAB Vendedora. Asimismo, procede a efectuar la transferencia de los valores de la cuenta del comitente vendedor a la del comitente comprador (anotación en cuenta).

La SAB vendedora emitirá una transferencia a nombre de su cliente (comitente vendedor), por el monto de correspondiente a la venta, neto de contribuciones, retribuciones y comisión.

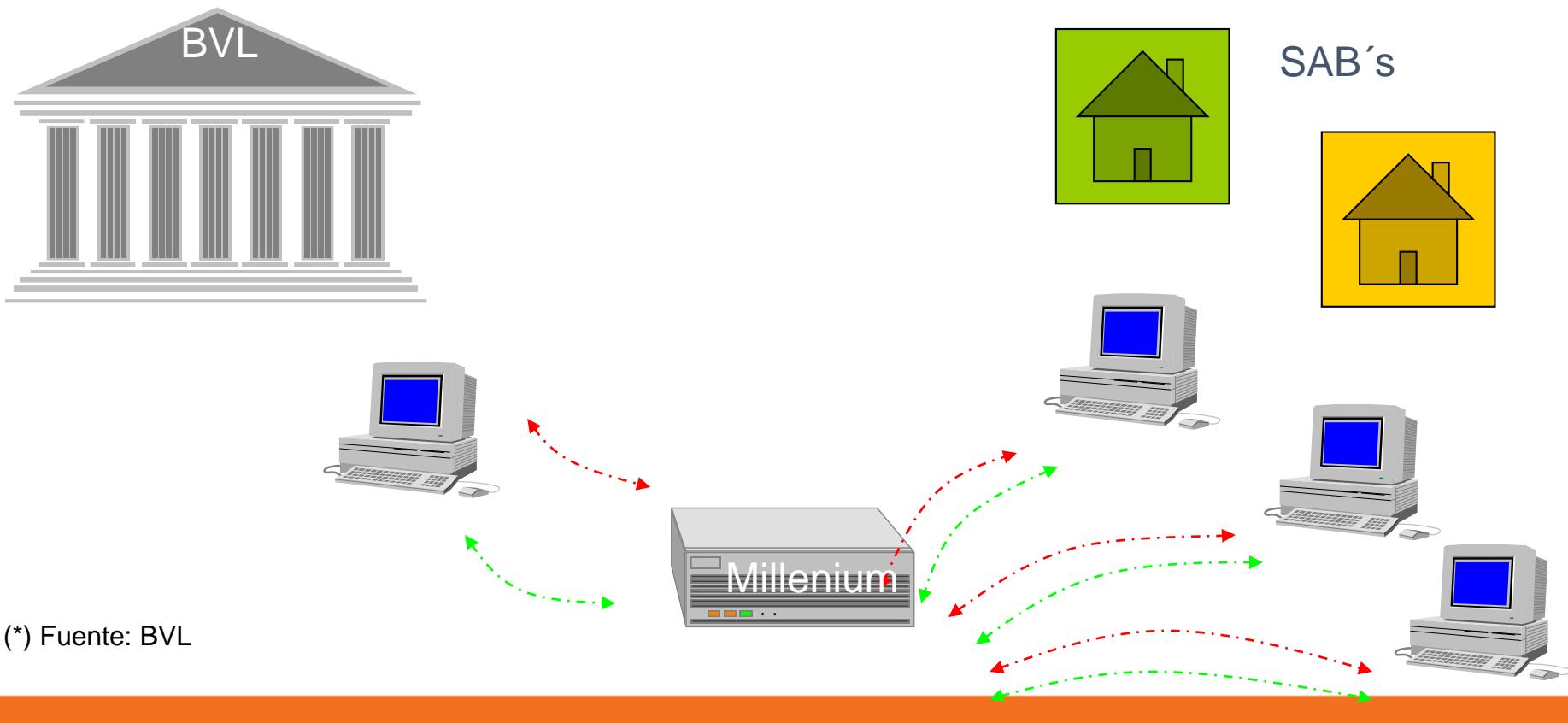
(\*) Fuente: BVL

# Liquidación



(\*) Fuente: BVL

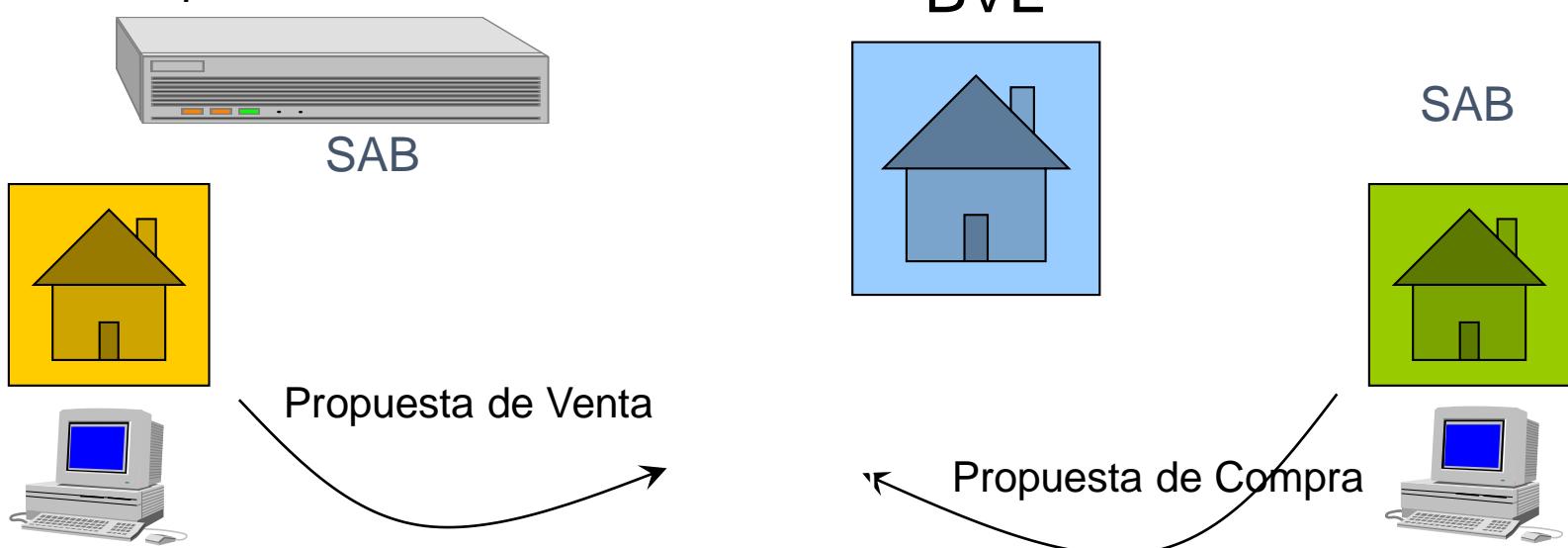
# Sistema Electrónico de Negociación Millenium



# Negociacion

La SAB vendedora ingresa propuesta de venta a través del Sistema Electrónico de Negociación (Millenium). Dicha propuesta contiene el precio y la cantidad indicados por el comitente en su orden de venta.

Asimismo, la SAB compradora ingresa propuesta de compra en el Millenium. Dicha propuesta contiene el precio y la cantidad indicados por el comitente en su orden de compra.



# Tipos de operaciones

Operaciones al Contado con valores de Renta Variable

Operaciones al Contado con valores de Renta Fija

Operaciones a Plazo con valores de RV y RF

Operaciones de Reporte con valores de Renta Variable

Operaciones de Reporte con valores de Renta Fija

Colocación Primaria y Secundaria (Subastas)

Operaciones de Oferta Pública (OPA's)

Otras Operaciones: Ventas en Corto (aún no implementadas)

# Operaciones al contado

Las operaciones al contado son aquellas donde se transan títulos valores a precios de mercado, mediante la aceptación de propuestas que deben ser liquidadas en un plazo máximo de 72 horas (T+3) a partir de la fecha de operación.

En el caso de instrumentos de deuda (i.e. Bonos) la fecha de liquidación puede ser T, (T+1) y (T+2), y esta se pacta entre las partes.



# Operaciones a plazo

Las operaciones a plazo son aquellas en las que el comprador y el vendedor pactan una fecha futura y cierta para la liquidación de la operación, estando dispuestos a pagar o recibir un sobreprecio con relación a la cotización del mercado de contado.

La fecha de liquidación debe ser posterior a (T+3).



# Mercados eficientes



# Programación de oferta y demanda

Un analista de valores debe estimar la cantidad así como cuándo y en qué condiciones se recibirá por el pago de un *valor*, el cual puede diferir en cantidad, tiempo y nivel de riesgo.

Generalmente, esta estimación requiere un análisis detallado de la empresa involucrada, la industria (o industrias) en que opera la empresa y la economía (regional, nacional, internacional) del entorno.

Con este análisis, se debe determinar el valor de inversión global del valor. Esta determinación generalmente requiere la conversión de valores futuros inciertos a valores seguros del presente. Un inversionista no estaría de acuerdo en pagar una cantidad mayor por el título o valor ni venderlo en una cantidad menor.

# Programación de oferta y demanda

Consideramos un valor (acción) de cuyo *floating* (o acciones en circulación) se negocia en un día normal, únicamente una fracción del total que existen en circulación:

*¿Qué determina los precios a los que se deben realizar estas acciones?*

- a) La respuesta es la oferta y la demanda. 
- b) Una respuesta más fundamental son las estimaciones del inversionista de las ganancias y dividendos futuros de la acción, ya que estas estimaciones influyen fuertemente en la oferta y la demanda.

# Elasticidad de oferta y demanda

Qué tan elástica es una orden de compra :

Dependerá de que tan único sea el valor (sustitutos). Los valores son únicos cuando tienen pocos sustitutos cercanos y son menos únicos cuando tienen sustitutos más cercanos.

Si es mas elástica, la acción es menos única (tiene más sustitutos). Al tener más sustitutos, disminuye el riesgo, lo cual hará que se incremente la cantidad demanda ( $Q_d$ ). Por otro lado, si tenemos inversionistas optimistas y otros Inversionistas pesimistas, ambos podrán negociar sin afectar el precio del mercado del valor. Pero si son más inversionistas unos que otros, si habrá un desplazamiento de los precios afectando el precio del valor.

Las variaciones del precio de una acción, se dará por los cambios en los prospectos futuros del emisor.

**Información asimétrica: “Alguien sabe algo que yo no sé”**

# Eficiencia del mercado

La mayoría de los analistas financieros están de acuerdo en que el capital debe encausarse al lugar en que funcionará mejor.

Pero para que los mercados sean de asignación eficiente, necesitan ser eficientes de manera interna y externa.

En un mercado eficiente *externamente*, la información se difunde rápida y ampliamente, lo que permite que el precio de cada valor se ajuste con rapidez y de una manera objetiva a la nueva información para que refleje el valor de inversión.

Un mercado eficiente *internamente* es aquel en el que los corredores y operadores compiten justamente, con lo que reducen el costo de las negociaciones y elevan la velocidad de éstas.

# Mercados eficientes: modelo

Supuestos:

- 1) Todos los inversionistas tienen acceso sin costo a la información disponible actualmente sobre el futuro.
- 2) Todos los inversionistas son analistas capaces.
- 3) Todos los inversionistas prestan muchísima atención a los precios del mercado y ajustan adecuadamente sus propiedades.



# Mercados eficientes: definición

En un mercado eficiente, el precio de un título o valor es un buen indicador de su valor de inversión: valor intrínseco "justo" = valor presente de los prospectos futuros. Por lo tanto, en un mercado eficiente un conjunto de información se refleja total e inmediatamente en los precios del mercado.



## Definición de mercado eficiente.-

*"Un mercado es eficiente con respecto a un conjunto particular de información si es imposible obtener ganancias anormales (a menos sea por casualidad) utilizando este conjunto de información".*

# Formas de eficiencia

Forma de eficiencia: conjunto de información reflejada en los precios del valor.

Niveles de eficiencia(\*):

Débil: precios anteriores de valores

Semifuerte: toda la información disponible públicamente

Fuerte: toda la información publica y privada



(\*) Eugene Fama

# Información y niveles de eficiencia de mercado

En un mercado eficiente los inversionistas deben esperar beneficios normales logrando una tasa normal de rendimiento en sus inversiones.

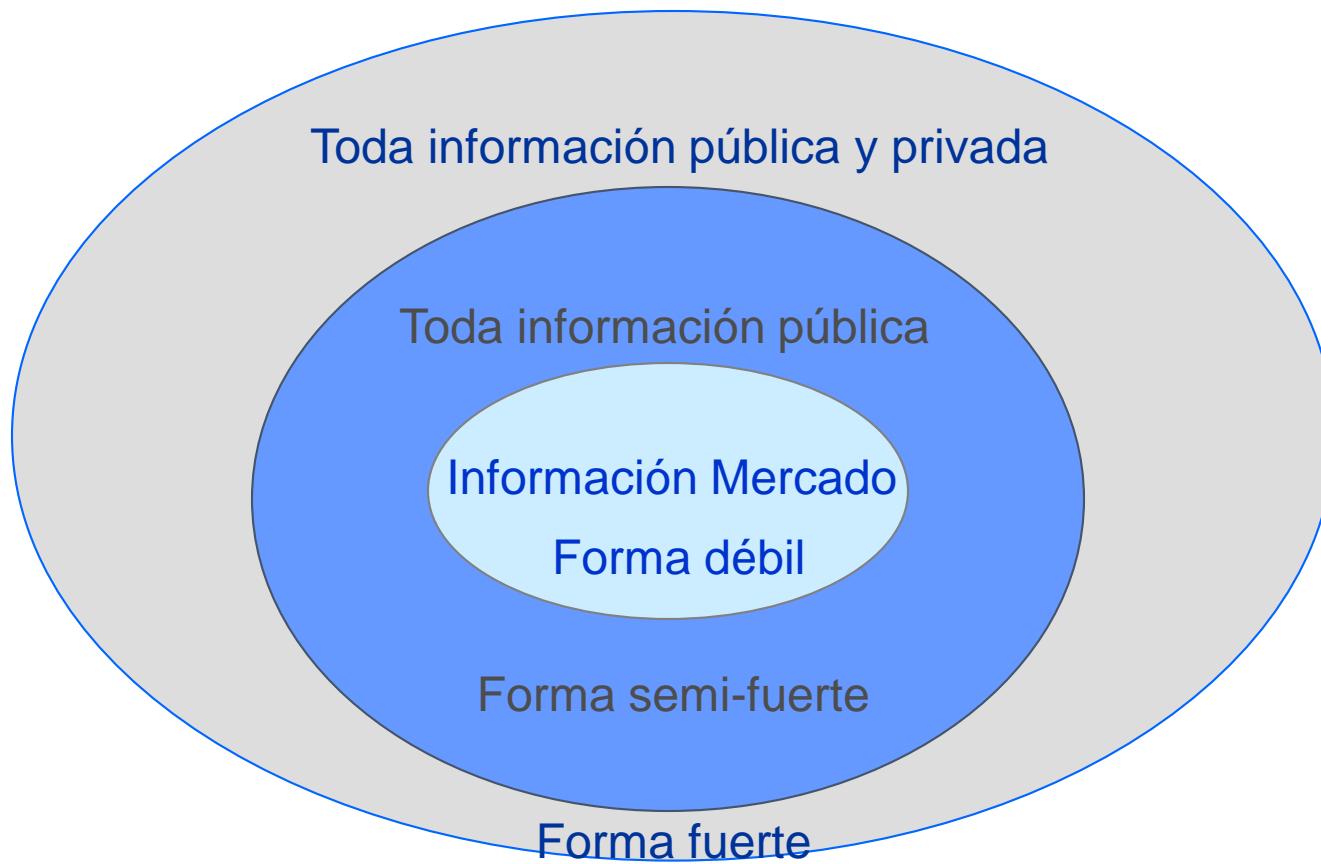
Eficiencia de mercado débil: imposible de obtener ganancias anormales usando los precios anteriores para tomar decisiones de compra y venta.

Eficiencia de mercado semifuerte: imposible de obtener ganancias anormales usando la información disponible públicamente para tomar decisiones de compra y venta.

Eficiencia de mercado fuerte: imposible de obtener ganancias anormales usando absolutamente toda la información disponible públicamente para tomar decisiones de compra y venta.

(\*) Cuando se hace referencia a mercado eficientes, por lo general, se refiere al Mercado Semifuerte.

# Información y niveles de eficiencia de mercado



# Mercados eficientes: observaciones

Los inversionistas deben esperar un rendimiento justo (o normal) de su inversión, no más.

Los mercados serán eficientes sólo si muchos inversionistas creen que son eficientes.

No se puede esperar que las estrategias de inversión conocidas públicamente generen rendimientos anormales.

# Mercados eficientes: observaciones

Algunos inversionistas desplegarán registros de desempeño impresionantes.

Los inversionistas profesionales no deben obtener mejores tarifas que los inversionistas comunes al elegir valores.

El desempeño pasado no es un indicador del desempeño futuro.



# Mercado primario

## Introducción

Mercado de dinero  
Instrumentos de renta fija  
Bonos y ADR's: atributos y tipos  
Clasificación de riesgo

# Mercado de dinero

Instrumentos de corto plazo

Características

Instrumentos

Análisis



# Precisiones sobre los valores de renta fija

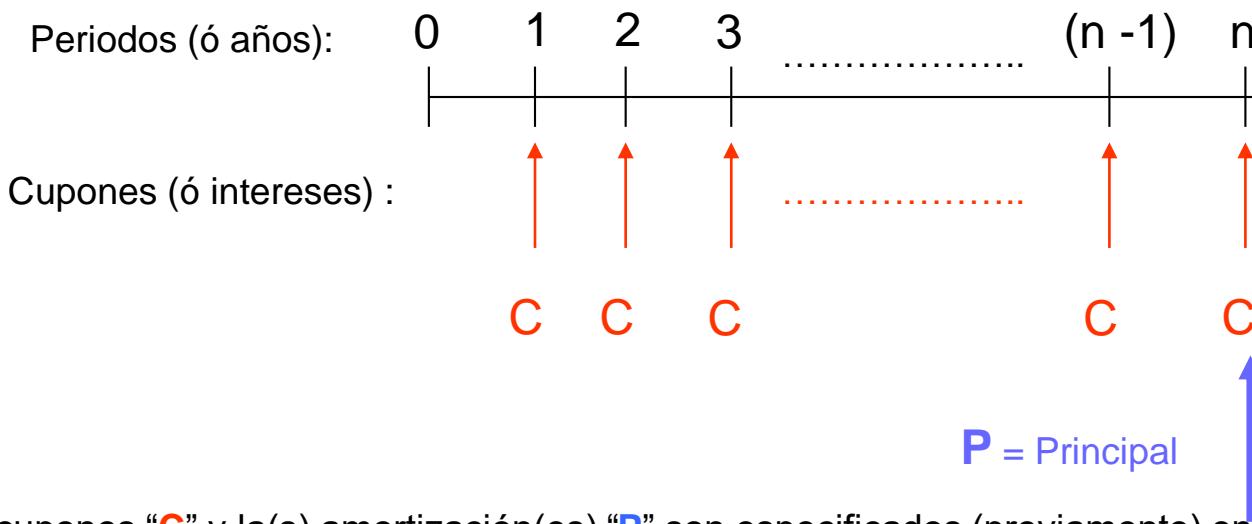
**La definición de valores o instrumentos** de renta fija puede ser engañoso, debido a que la inversión en estos no asegura un rendimiento fijo, ya que si bien es cierto que la mayoría de instrumentos de renta fija tienen un flujo de efectivo conocido y predeterminado llamado cupón (ó interés), son susceptibles a muchos cambios en la rentabilidad debido a:

Cambios en las condiciones del mercado (i.e. cambios en las tasas de interés).

Cambios en las condiciones del emisor (i.e. problemas financieros ó quiebra: “riesgo crediticio”), etc.

# Renta fija

*“Promesa al inversionista de recibir flujos de efectivo especificados en periodos predeterminados a futuro.”*



Los cupones “C” y la(s) amortización(es) “P” son especificados (previamente) en monto y en período(s) (plazo).

# Renta fija

Los instrumentos de renta fija tienen mucha importancia dentro del Mercado de Valores, pudiendo ser de corto plazo ó largo plazo (hasta un año ó mas de un año respectivamente).

Con respecto a los flujos pueden ser : valores de descuento puro (o valores de cupón cero) ó con pago de cupones: alternativamente pueden implicar múltiples flujos de efectivo (amortizaciones parciales, pago único de principal al final del ultimo periodo etc.).

La fecha de vencimiento, es aquella fecha específica luego de la cual, El inversionista no recibirá flujos de efectivo adicionales.

# Mercado de dinero

Son mercados financieros en donde se transan(\*) productos (financieros: activos y pasivos) de corto plazo (<= 1 año), los cuales son provistos por agentes económicos quienes buscan financiar sus actividades económicas (agentes demandantes) y rentabilizar su capital excedente (agentes superavitarios) .

En el “Mercado de Dinero” los préstamos juegan un papel muy importante en la actividad de inversión y financiamiento (endeudamiento) de corporaciones financieras y no financieras.



(\*) Productos Financieros a plazo menores a un (1) año; generalmente de bajo riesgo y alta liquidez

# Mercado de dinero

Constituido por instrumentos de renta fija, los cuales se caracterizan por:

- Corto plazo
- Bajo riesgo
- Alta liquidez

Es por ello que por su alta liquidez y bajo riesgo se convierten en alternativas cercanas al dinero.

# Mercado de dinero: beneficios

Ofrecen alternativas de inversión de corto plazo más rentables que las cuentas tradicionales de ahorro.

Constituyen fuentes de financiamiento más atractivas que los créditos bancarios tradicionales .

Son una muy buena alternativa para inversionistas altamente adversos al riesgo (inversión de corto plazo).

Muchos de estos instrumentos son negociables y se negocian Generalmente en el Mercado Secundario.

# Mercado de dinero: instrumentos

Certificados de Depósitos (CD's): emitidos por instituciones financieras (i.e. bancos). Son negociables y devengan intereses que generalmente son pagados al Vencimiento conjuntamente con el principal, cuentan además con el Seguro de Deposito.

Operaciones de Reporte: préstamo garantizado con valores (acciones).

Operaciones Doble Contado Plazo: similar a un reporte (los valores en garantía son letras y/o pagarés).

Papeles Comerciales: emitidos por instituciones no financieras. No llevan garantía, y son colocados a descuento (no llevan cupón). Generalmente se colocan hasta el vencimiento y tienen una tasa menor a otros instrumentos de Renta Fija . Vienen a ser son Bonos con vencimientos  $\leq 1$  año

Pagares

# Mercado de dinero: instrumentos

Certificados del BCR (CDBCRP): certificados de depósito emitidos por el BCR del Perú, los cuales vienen a ser instrumentos de regulación monetaria “*política monetaria*” (emitidos por subasta).

Letras del Tesoro Americano: son valores emitidos por el gobierno central (USA), Para financiar el gasto corriente y cancelar vencimientos de bonos. Son los instrumentos más líquidos del Mercado, se emiten al descuento y son considerados como “*Activos Libres de Riesgo: Rf*”

## Préstamos interbancarios

Acuerdos de Recompra (Repo's): financiamiento mediante la venta de valores, con un compromiso de recompra. Es decir es una operación en la cual un inversionista venderá a otro, un instrumento del mercado de dinero y aceptará recomprarlo por un precio convenido en una fecha posterior

# Bonos Atributos

# Atributos de los bonos

Hay *seis* atributos primarios de un bono que son de importancia significativa para la evaluación de bonos:

- 1) Tasa del cupón
- 2) Duración hasta el vencimiento
- 3) Cláusulas de cancelación
- 4) Estado fiscal
- 5) Bursatilidad (Liquidez)
- 6) Probabilidad de incumplimiento

# Cupón y duración hasta el vencimiento

La tasa de cupón y la duración hasta el vencimiento son atributos importantes de un bono ya que determinan el tamaño y la periodicidad de los flujos de efectivo que el emisor promete al tenedor de los bonos. Si se conoce el precio de mercado actual de un bono, estos atributos se pueden usar para determinar el rendimiento a vencimiento del bono, el cual se compara con el rendimiento que el inversionista espera que debería de ser (rendimiento requerido).

# Cláusulas de cancelación

Hay períodos que por coyunturas de mercado que el rendimiento de un bono a su vencimiento puede ser relativamente alto (períodos de altas tasas de interés). Los bonos emitidos (colocados) durante tales circunstancias pueden ser muy atractivos para los inversionistas, sin embargo no necesariamente puede ser así ya que ciertos bonos poseen una “cláusula de cancelación” (ó riesgo de llamada) como por ejemplo los “Bonos Rescatables: Callable”(\*).

De ser el caso, estos bonos son “llamados” por el emisor luego que las tasas de interés hayan caído considerablemente, siendo difícil encontrar vehículos de inversión comparables. Entonces, el inversionista tendría que reemplazar un bono con alto rendimiento con otro de menor rendimiento.

# Situación fiscal

Los impuestos también pueden afectar el precio y el rendimiento de un bono, ya que los impuestos, por ejemplo sobre las ganancias, se pueden diferir hasta que el bono se venda o en todo caso redima.

Por ejemplo, los Bonos Municipales (emitidos por Municipalidades para financiar proyectos en obras públicas) están exentos de impuestos y tienen generalmente un menor de rendimiento que los bonos gravables (como “compensación” a esta exoneración tributaria).

# Bursatilidad

Conocida también como liquidez, se refiere a la capacidad de colocar (vender) rápidamente un activo sin tener que hacer una concesión (rebaja) sustancial en el precio.

Los bonos que se negocian activamente tienden a tener márgenes de compra y venta (“spread” entre mejor propuesta de compra y mejor oferta de venta) más bajos que los bonos que están inactivos.

Un bono que se negocia activamente debe tener un rendimiento al vencimiento más bajo y un valor intrínseco más alto.

# Probabilidad de incumplimiento

Cada vez que una emisión sale al mercado, ésta es analizada por una empresa “Calificadora de Riesgo” quien determina el riesgo de pago y la calidad de la inversión mediante una nomenclatura estandarizada (i.e. AAA, AA+, BB- etc.)(\*).

Esta *clasificación de riesgo* es como una especie de “ranking” ó “nota” que se le asigna a una emisión de bonos para representar su calidad de inversión y que se determina en base a un análisis financiero detallado y profesional. Esta evaluación intenta indicar la probabilidad de incumplimiento (ó “default”) por parte del emisor.

Por ejemplo, los bonos que cuentan con un “grado especulativo” de inversión como los llamados “Junk Bonds” ó “Bonos Chatarra” tendrán una calificación de riesgo mas baja (i.e. CCC) que los bonos emitidos por empresas muy sólidas y de amplia trayectoria (i.e. AAA).

(\*) Ver siguientes Laminas: Clasificación de Riesgo & Simbología

# Probabilidad de incumplimiento

Existe evidencia empírica que demuestra que:

La tasa acumulada de incumplimientos aumenta conforme nos alejamos de la fecha de emisión (colocación).

Generalmente los bonos que obtuvieron una “Calificación de Riesgo” más baja, tuvieron tasas de incumplimiento (“default”) más altas.

Las tasas de incumplimiento para los bonos de grado especulativo son muy altas.

# Bonos

Son obligaciones emitidas a plazos mayores de un año. Normalmente, el comprador del bono obtiene pagos periódicos de intereses (cupones) y cobra el valor nominal del mismo en la fecha de vencimiento, mientras que el emisor recibe recursos financieros líquidos al momento de la colocación.

# Principales tipos de bonos

# Bonos corporativos

Aquellos que son emitidos por empresas para captar fondos que les permitan financiar sus operaciones y proyectos. Son emitidos a un valor nominal, que en la mayoría de los casos es pagado al tenedor en la fecha devencimiento determinada. Asimismo, el monto del bono devenga un interés (cupón) que puede ser Pagado íntegramente al vencimiento o en cuotas periódicas.

# Bonos hipotecarios

Son bonos emitidos por los bancos específicamente para financiar operaciones de prestamos Hipotecarios.

Tienen como respaldo (garantía) las respectivas hipotecas concedidas a favor del banco sobre los bienes inmuebles adquiridos por sus clientes.

# Bonos subordinados

Son obligaciones emitidas por empresas bancarias y financieras que pueden ser incorporadas para el cómputo de su patrimonio efectivo.

Adicionalmente, su vida útil no debe ser inferior a 5 años, deben ser emitidos por Oferta Pública, no pueden ser pagados antes de su vencimiento, ni proceder a su rescate por sorteo. En caso de situaciones de insolvencia son convertidos en acciones para capitalizar la empresa.

Pueden ser emitidos en dólares y en soles VAC (indexados).

# Bonos de arrendamiento financiero

Son bonos emitidos específicamente para financiar operaciones de arrendamiento financiero (leasing).

Son excluidos de la masa en caso de liquidación de la empresa, conjuntamente con el resto de operaciones vinculadas a arrendamiento financiero.

# Bonos soberanos

Emitidos y respaldados por el gobierno. Son considerados títulos valores de menor riesgo en el mercado. Los intereses (cupones) generados generalmente se encuentran exonerados del impuesto a la renta estatal y local. Pueden ser de corto plazo (para cubrir gasto corriente), o de la largo plazo (para financiar déficit estructural).

# Bonos cero cupón

Son aquellos bonos que no pagan intereses (cupones), únicamente un pago al vencimiento y son colocados a descuento (“bajo la par”). Por lo tanto no existen pagos periódicos (cupones), por lo que el capital se honra al vencimiento.

Son referentes para la formación de la “Curva de Rendimiento (\*).

(\*) Ver “Curva de Rendimiento”

# Bonos con opciones incorporadas

Son bonos que incluyen opciones especiales

# Bonos rescatables “Callable”

Incluye la opción para el emisor de solicitar la recompra del bono en una fecha y precios determinados. Algunos bonos pueden ser rescatables si las condiciones macroeconómicas ó impositivas en las que fueron emitidos cambiasen, por lo tanto el emisor puede recomprarlos a un precio establecido.

# Bonos con opción de venta "Put Opción"

Incluye la opción para el inversor de vender (revender) el bono al emisor en una fecha y precios determinados.

# Bonos canjeables

Estos bonos son un producto intermedio entre las acciones y los bonos. La emisión de los bonos establece la posibilidad de convertir estos bonos en acciones. Estos canjes suelen tener descuento respecto al precio de mercado de las acciones. A diferencia de los bonos convertibles, en el caso de los bonos canjeables, los bonos se cambian por acciones en circulación y con todos los derechos económicos.

# Bonos convertibles

Son idénticos a los canjeables, salvo que en este caso los bonos se canjean por acciones de la empresa. En pocas palabras, viene a ser un bono, más una opción que le permite al tenedor canjearlo por acciones de la empresa emisora en fecha y precio determinado. También existen bonos soberanos que son convertibles en otros bonos.

# Bonos especulativos

Llamados también “Junk Bonds” o “Bonos Basura” en la jerga financiera. Son títulos de renta fija y alto rendimiento emitidos por compañías cuya solvencia no es de primera clase; sin que a pesar de ello existan expectativas de posible insolvencia “*default*”.

# Otros Bonos

**Eurobonos:** Bonos que se ofrecen fueras del país del emisor (ó prestatario) y denominados en una moneda diferente a la del país de origen del emisor.

**Samurai:** Es un título emitido en yenes y colocado en Japón por una institución no residente en dicho país.

**Yankee:** Es un título de deuda en dólares colocado en USA por una entidad no residente en dicho país.

# **ADR's**

# **American Depository Receipts**

# ADR's

Emitidos por primera vez en 1927, los American Depository Receipts, son instrumentos que se negocian en el mercado de EEUU, y representan un número determinado de acciones de una compañía extranjera, permitiendo a los inversionistas de los EEUU invertir fuera de su país.

Estos certificados (ADR's) representan la propiedad sobre acciones (ó bonos) y son emitidos por bancos norteamericanos. La emisión de los ADR's se hace con el respaldo de acciones que están en custodia en el país donde se encuentra ubicada la empresa emisora de las acciones. Los ADR's se pueden convertir en las acciones originales (o subyacentes) en cualquier momento a solicitud del titular.

# ADR's

En conclusión, los ADR's son una muy buena alternativa para aquellos inversionistas localizados en los EEUU (i.e. NYSE), que deseen invertir a través de un Mecanismo Centralizado de Negociación (MCN: Bolsa de Valores) en otros países, sin la necesidad de acceder directamente a estos mercados (i.e. BVL).

Los ADR's se transan (compran y venden) en los mercados de EEUU como cualquier otro valor, sus cotizaciones se especifican en dólares americanos. Los dividendos también se pagan en dólares, los cuales se encuentran sujetos a riesgo de tipo de cambio.

# Características de los ADR's

Los ADR's permiten a una empresa local, acceder al mercado internacional de capitales directamente (**obtener financiamiento**).

Existen 4 programas de ADR's: Nivel I, Nivel II, Nivel III, 144a

Estos diferentes programas se diferencian en 2 aspectos:

- Tipo de mercado accesado: Primario o Secundario
- Mecanismo de negociación: OTC o Bolsa de Valores

Los requisitos de información del emisor también varían de acuerdo al programa utilizado.

# Agentes participantes en el proceso de colocación de un ADR's

- **EMISOR:**

Es la empresa NO norteamericana que tiene un paquete de acciones representadas por ADR's.

- **BANCO DEPOSITARIO:**

Es el banco norteamericano que emite los ADR's los cuales seran colocados en el Mercado de valores de ese pais. Este assume la responsabilidad de la real existencia de las acciones comunes que los ADR's representan.

- **BANCO CUSTODIO:**

Es el banco NO norteamericano que posee la responsabilidad de guardar fisicamente las acciones que estan representadas en ADR.

# Agentes participantes en el proceso de un ADR's

- **BANCO DE INVERSIÓN:**

Es el encargado de asesorar al emisor en todo el proceso: elaborar el *DUE DILIGENCE* y efectuar el *ROAD SHOW* con el emisor.

- **INVERSIONISTA:**

Pasan a participar del capital de la empresa extranjera al adquirir el ADR. Este esta en el derecho de exigir la entrega de las acciones que representan el ADR, pasando a ser accionista.

# ADR's: programas

¿Acceso a Mercado Primario?		
	No	Si
OTC	<p><b><u>Nivel I</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>~Empresa debe presentar a la SEC misma información que entrega en el mercado local en inglés</li> <li>~Solo sirve para facilitar negociación secundaria del valor</li> </ul> <p>Ejemplo: Graña y Montero</p>	<p><b><u>144a</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>~Empresa debe presentar a la SEC misma información que entrega en el mercado local en inglés</li> <li>~Sirve para levantar capital y facilitar negociación secundaria del valor</li> </ul> <p>Ejemplo: Luz del Sur</p>
Bolsa	<p><b><u>Nivel II</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>~Empresa debe presentar a la SEC la misma información que presentan las empresas americanas</li> <li>~Contabilidad US GAAP</li> <li>~Solo sirve para facilitar negociación secundaria del valor</li> </ul> <p>Ejemplo: Bavaria</p>	<p><b><u>Nivel III</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>~Empresa debe presentar a la SEC la misma información que presentan las empresas americanas</li> <li>~Contabilidad US GAAP</li> <li>~Sirve para levantar capital y facilitar negociación secundaria del valor</li> </ul> <p>Ejemplo: TDP, BVN</p>

# ADR's

Como ejemplo de estructuración de ADR, veamos el caso de Cia. Minera Buenaventura (BNV)(\*).

Un ADR de BNV representa 1 acción local.

Estas acciones (locales) se mantienen en las bóvedas de un banco custodio americano (o su corresponsal en el mercado local), el cual a su vez emite un ADR en el mercado americano (NYSE).

Cuando hay entregas de dividendos, el custodio los recibe, los convierte a dólares(\*\*) y luego los distribuye a los inversionistas que tienen ADRs.

(\*) Existen más de 1,000 compañías, de más de 40 países, que tienen ADRs inscritos en el NYSE.

(\*\*) al Tipo de Cambio vigente

# Clasificación de riesgo

Definición:

Una clasificación de riesgo crediticio no es más que una opinión respecto de la probabilidad y riesgo relativo de la capacidad e intención de un emisor de efectuar el pago de la emisión en los términos y condiciones pactados.

No es una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, en tanto se produce sin tomar en cuenta los objetivos de inversión de cada agente, la correlación con el resto de su cartera o el precio de los valores.

Ni debe considerarse como una auditoria o garantía.



# Simbología

Esta opinión se expresa a través de una *Escala de Clasificación*, la misma que debe ser consistente e independiente de la actividad económica del emisor.

Existe una importante distinción entre grado de inversión ( $\geq$  BBB-) y especulativo ( $\leq$  BB+).

Intentan hacer comparables entre si los diferentes mercados e instrumentos De crédito.

# Simbología

(\*) i.e. La categoría B2 tiene un “ratio de default” de mas del 44%, como promedio en los últimos 10 años.



Grado de Inversión			Grado Especulativo		
S&P y otros	Moody's	Interpretación	S&P y otros	Moody's	Interpretación
AAA	Aaa	Más alta calidad	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Probable cumplimiento obligaciones, incertidumbre cierta
AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	Alta calidad	B+ B B-	B1 B2 (*) B3	Obligaciones de alto riesgo
A+ A A-	A1 A2 A3	Fuerte capacidad de pago	CCC+ CCC CCC-	Caa	Cerca del incumplimiento o en incumplimiento (Moody's)
BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa2	Adeuada capacidad de pago	C D	Ca D	En banca rota o en incumplimiento
Clasificación de Riesgo Soberano: Perú					
Fuente: Moody's y Standard & Poor's.					

# Mercado primario

## Introducción

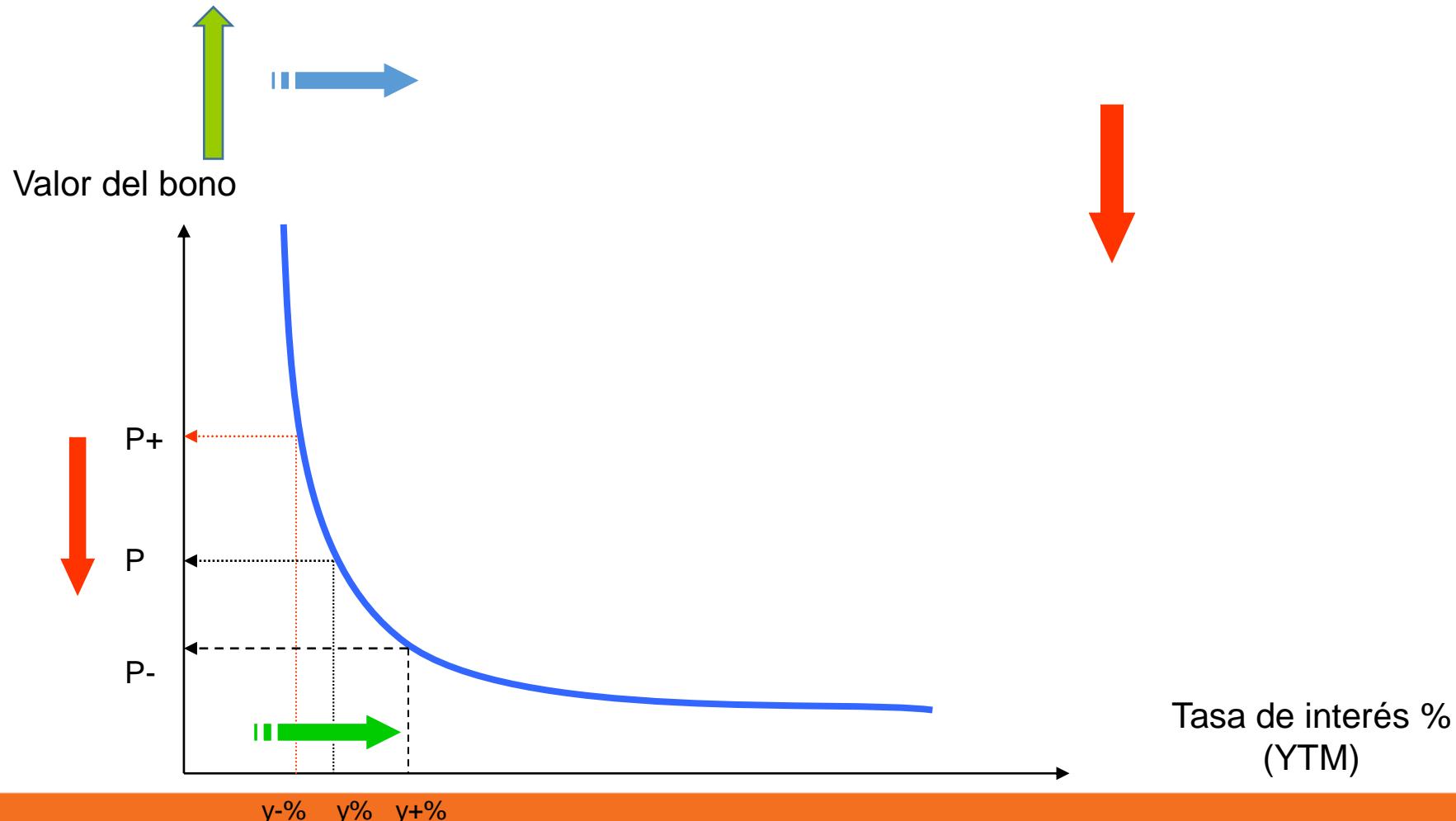
Comportamiento de las tasas de interés  
Principales riesgos  
Curvas de rendimiento

# Comportamiento de las tasas de interés

*“Si suben las tasas de interés, cae el precio de los bonos y viceversa”.*

# Gráficamente

¡A MAYOR TASA (YTM%) , MENOR PRECIO DEL BONO!



# Comportamiento de las tasas de interés

Es importante conocer el por qué fluctúan las tasas de interés, si bien el estudio del comportamiento de las tasas de interés es bastante complejo, sabemos que ciertos factores son especialmente importantes en la determinación del nivel general de tasas en el mercado.

**1) Inflación:** Cambios en el nivel de inflación (o en las expectativas sobre la inflación) tienen un impacto directo y pronunciado sobre el nivel de tasas de mercado. Si se espera que la inflación baje (suba), las tasas de mercado también bajan (suben).

**2) Cambios en la base monetaria:** Un incremento en la oferta monetaria hace que las tasas disminuyan (ya que hay más fondos disponibles) y vice-versa. Este efecto es cierto hasta un límite, ya que si la expansión monetaria es excesiva, puede conducir a inflación, lo que a su vez ocasionaría un alza en las tasas y por ende una caída en el precio de los bonos.

# Comportamiento de las tasas de interés

**4) El nivel de actividad económica.** Las empresas necesitan más capital cuando la economía está en expansión, lo que aumenta la demanda de fondos y por ende aumentan las tasas de mercado. Durante una recesión la actividad económica se contrae y las tasas por lo general tienden a caer.

**5) Políticas del Banco Central.** Las medidas (Políticas Monetarias) de los bancos centrales para controlar la inflación también tienen efectos importantes sobre las tasas de mercado. Por ejemplo, cuando el BCR quiere aminorar el nivel de inflación (real o percibida) suele hacerlo subiendo las tasas de interés. Desafortunadamente, este tipo de acciones también puede tener el efecto secundario de desacelerar el nivel de actividad económica.

# Comportamiento de las tasas de interés

**6) El nivel de tasas en otros mercados extranjeros.** Con el libre flujo de capitales a nivel internacional, si las tasas en los principales mercados extranjeros suben, se pone presión para que las tasas en el mercado local también suban. De lo contrario los inversionistas pueden vender sus tenencias de moneda local (depreciándola) para adquirir valores extranjeros con un mayor rendimiento (“Importar” y/o “Exportar” inflación).

# Riesgos a considerar (bonos)

# Identificación de riesgos

Los siguientes son algunos de los tipos de riesgo que afrontan los inversionistas (individuales e institucionales) que participan en el mercado de Bonos.

**1.- Riesgo de incumplimiento.**- La posibilidad de que el emisor deje de pagar el interés y/o el capital a su vencimiento. También se conoce como riesgo de crédito.

**2.- Riesgo de liquidez (negociación o bursatilidad).**- El peligro de que, en caso de emergencia, una inversión no se pueda convertir rápidamente en efectivo (o que solamente se pueda convertir mediante un castigo monetario o pérdida importante).

# Identificación de riesgos

**3.- Riesgo de tasa de interés.**- La posibilidad de que el instrumento de crédito disminuya en valor ante un alza en las tasas de interés. Este riesgo es inherente a las deudas pactadas a tasa fija (bonos).

**4.- Riesgo de concentración.**- La posibilidad de que una simple eventualidad afecte la totalidad del portafolio. Lo anterior ocurre cuando las inversiones se concentran en una industria o un mercado.

**5.- Riesgo de reinversión.**- La posibilidad de que el ingreso obtenido de una inversión tenga que reinvertirse a un rendimiento más bajo, reduciéndose de esta forma el retorno total.

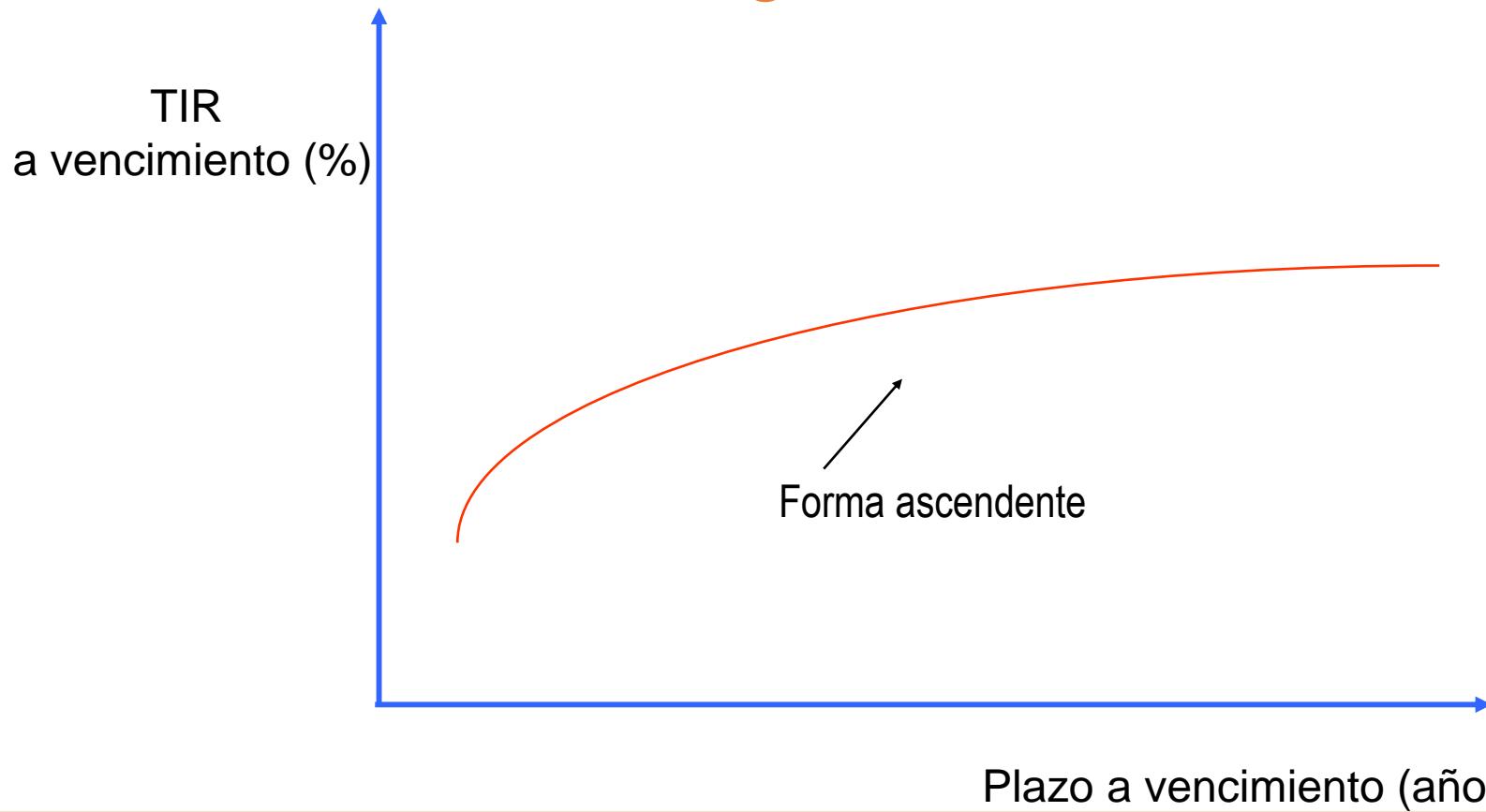
# Identificación de riesgos

**6.- Riesgo regulatorio.**- La posibilidad de que el gobierno cambie las normas de procedimiento que hagan menos valiosas las anteriores inversiones. Los ejemplos se refieren a cambios en la legislación tributaria, derregulación y nuevas regulaciones.

**7.- Riesgo de mercado.**- Posibilidad de que las condiciones generales del mercado (no las específicas), tales como “crash” o recesión en el mercado de capitales (acciones y bonos) afecten en forma negativa una determinada inversión.

# Las curvas de rendimiento

# La curva de rendimiento gráfica



# Curvas de rendimiento

## Descripción

Es una gráfica que muestra el rendimiento al vencimiento (eje vertical) de valores de varios vencimientos (eje horizontal) a partir de una fecha particular.

Esta gráfica proporciona una estimación de la estructura de plazos actual de las tasas de interés y cambiará conforme cambie el rendimiento a vencimiento.

Si bien existen una serie de factores que afectan el comportamiento de las tasas de mercado, uno de los más usados y estudiados es el plazo a vencimiento.

# Curvas de rendimiento

## Descripción

La relación entre las tasas de interés (TIR) y plazo a vencimiento para cualquier clase de bonos con riesgos similares se denomina “estructura de plazos de las tasas de interés”.

Esta relación se puede representar gráficamente mediante una “curva de rendimiento” (“*Yield Curve*”), la cual relaciona el plazo a vencimiento de un bono con su TIR a vencimiento en cualquier punto del tiempo.

Una curva de rendimiento debe ser determinada diariamente (sólo es valida para un momento determinado), es decir, a medida que cambian las condiciones de mercado, también cambia la forma y posición de la curva de rendimiento (es dinámica).

# La curva de rendimiento

## Condición

La estructura de vencimientos de las Tasas de Interés es la Relación entre el plazo hasta el vencimiento, o el tiempo que resta hasta el vencimiento, y el rendimiento al vencimiento de ***bonos que sean similares en todos sus aspectos***, (por ejemplo bonos del tesoro, o bonos de un mismo emisor).

# Curvas de rendimiento

## Tipos (formas)

El tipo más común de curva de rendimiento es una con pendiente ascendente, donde la TIR aumenta de acuerdo al plazo al vencimiento.

Mientras más largo sea el plazo de un bono, mayor es la probabilidad de volatilidad en los precios y mayor es el riesgo de pérdidas.

Por ello, los inversionistas exigen primas por riesgo mayores para compensarlos de los riesgos asociados a los bonos más largos y riesgosos.

# Curvas de rendimiento

## Tipos (formas)

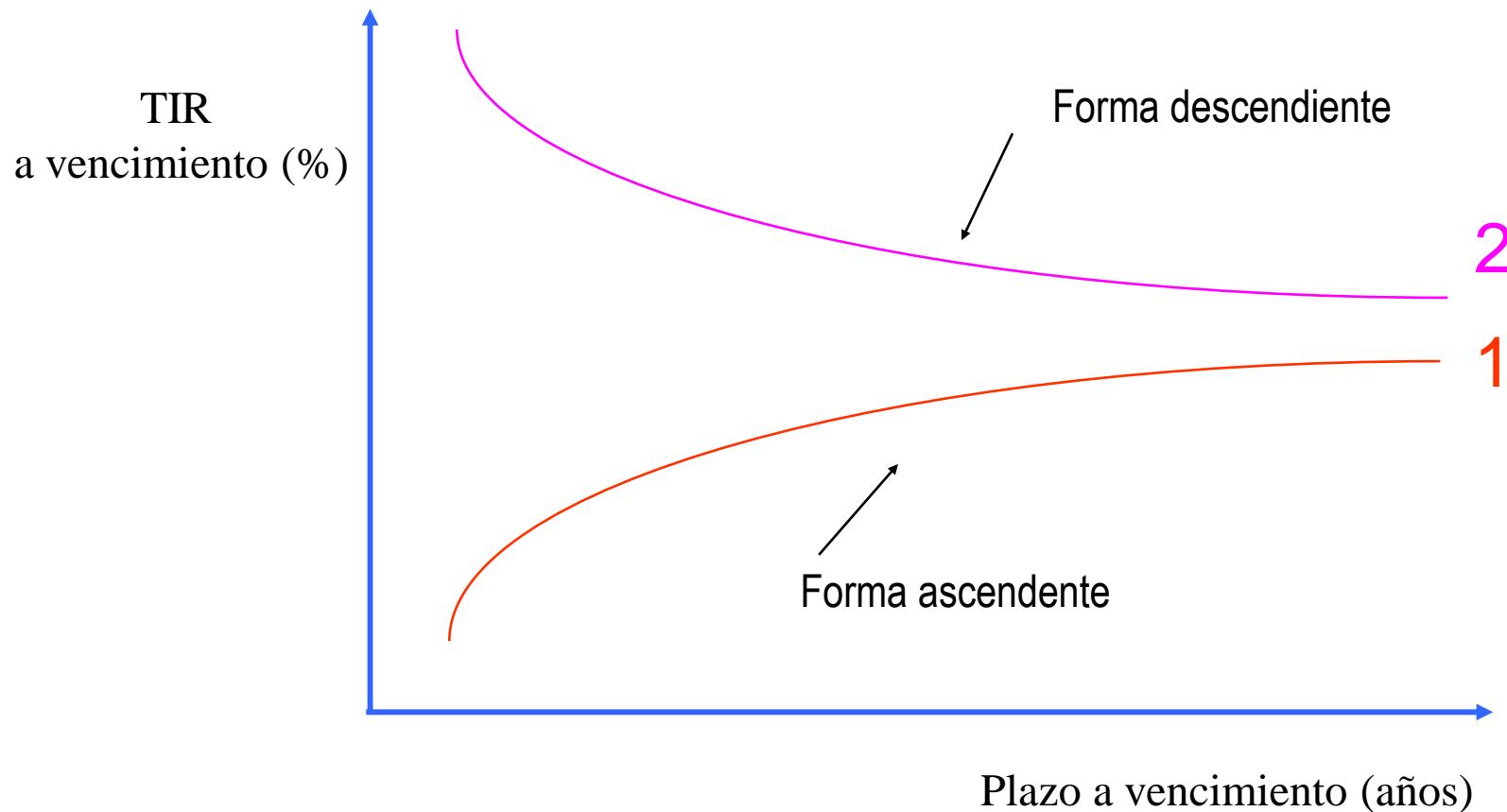
A veces la curva de rendimiento está invertida, es decir, muestra una pendiente descendente, donde las tasas de corto plazo son mayores a las de largo plazo.

Esto generalmente sucede cuando el Banco Central interviene en los mercados para combatir la inflación y/o devaluación mediante un incremento en las tasas de corto plazo.

Algunas veces también podemos observar en el mercado una curva de rendimiento plana donde las tasas de corto y largo plazo son iguales, y una abultada, donde las tasas de mediano plazo son las más altas.

# Tipos de curvas de rendimiento

## Gráfica



# Forma de curvas de rendimiento

## Hipótesis & Teorías

Como mencionáramos anteriormente, la forma de la curva de rendimiento varía en el tiempo, es dinámica).

Existen principalmente tres teorías (hipótesis) que explican las razones por la cual la curva de rendimiento asume una forma determinada. Estas son:

- (1) La Hipótesis de Expectativas
- (2) La teoría de Preferencias de Liquidez
- (3) La teoría de Segmentación de Mercado

# Hipótesis de las expectativas

La hipótesis de expectativas postula que la curva de rendimiento refleja las expectativas de los inversionistas acerca del comportamiento futuro de las tasas de interés.

La relación entre las tasas de hoy y las tasas que se esperan en el futuro se debe principalmente a las expectativas que tienen los inversionistas con respecto a la inflación.

# Hipótesis de las expectativas

Si los inversionistas anticipan una mayor tasa inflacionaria en el futuro, entonces hoy van a exigir una mayor tasa de largo plazo y vice-versa.

En términos generales, bajo la “Hipótesis de las Expectativas”, expectativas sobre una inflación creciente conlleva a una curva de rendimiento ascendente, expectativas sobre una inflación descendente conlleva a una curva de rendimiento descendente, y expectativas estables sobre la inflación conlleva a una curva plana.

# Teoría de preferencia de liquidez

Esta teoría postula que los inversionistas tienden a preferir la mayor liquidez que dan los títulos de corto plazo y por ende requieren una prima al invertir en títulos con plazos mayores.

Los inversionistas racionales prefieren títulos de corto plazo porque:

- i) Son más líquidos
- ii) Son menos sensibles a cambios en las tasas de mercado
- iii) La incertidumbre aumenta con el plazo

Quienes solicitan fondos prestados también están dispuestos a pagar una prima para obtener financiamiento de largo plazo.

# Teoría de segmentación de mercado

Esta teoría postula que el mercado de deuda está segmentado en base al plazo, que la oferta y demanda de fondos al interior de cada segmento determina la tasa de mercado, y que la forma de la curva de rendimiento depende de la relación de las tasas en cada segmento.

Tenemos una curva de rendimiento ascendente cuando hay tasas bajas en el segmento de plazos cortos y tasas más altas en el segmento de plazos largos.

Tenemos una curva de rendimiento descendente cuando hay tasas altas en el segmento de plazos cortos y tasas más bajas en el segmento de plazos largos.

# Observaciones

Todas las teorías mencionadas tienen cierta validez. De ellas podemos concluir que, en cualquier punto del tiempo, la forma de la curva de rendimiento depende principalmente de *tres* factores:

- i) Las expectativas sobre la inflación
- ii) La preferencia de liquidez
- iii) La oferta y demanda de fondos en los segmentos corto y largo plazo del mercado.

# Conclusiones

Tendremos una curva de rendimiento **ascendente** cuando hay expectativas de mayor inflación, preferencias por invertir en corto plazo y mayor oferta relativa en el segmento corto del mercado que en el largo.

Lo opuesto, nos lleva a una curva de rendimiento **descendente**.

En cualquier punto del tiempo la interacción de estas fuerzas determina la forma de la curva de rendimiento.

# Como usar la curva de rendimiento

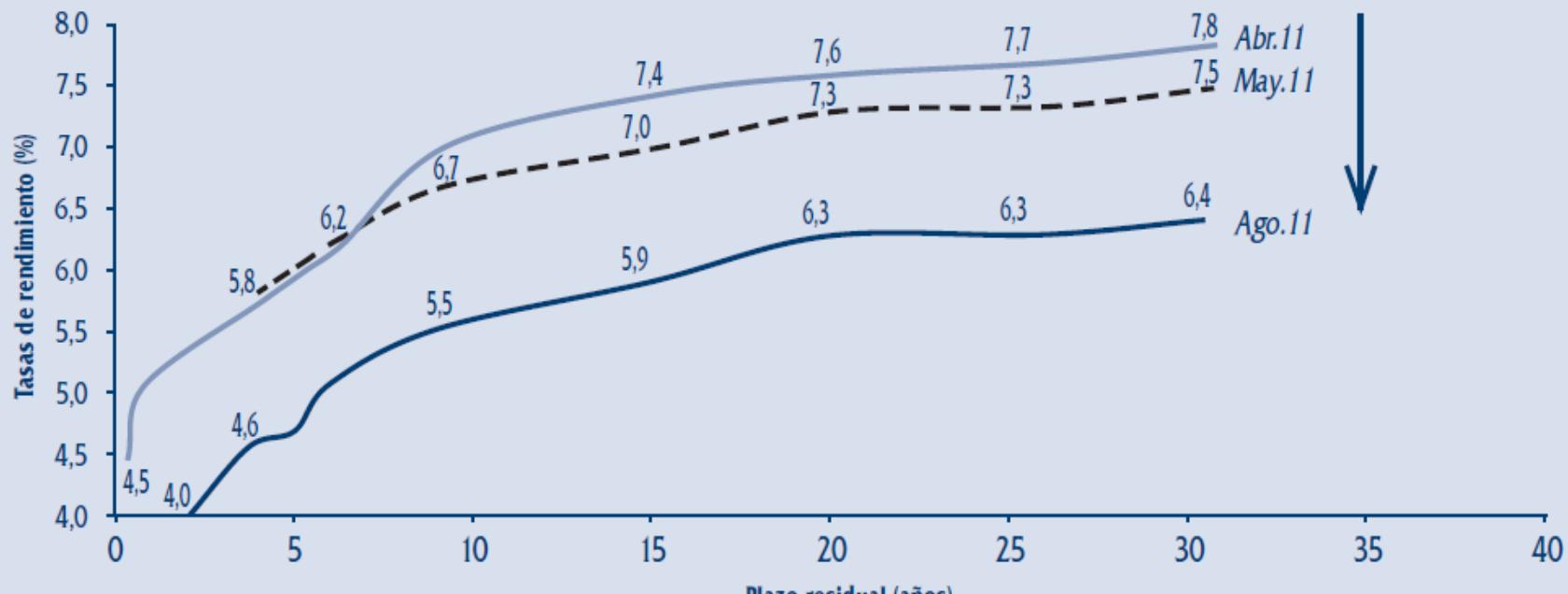
La Curva de Rendimiento se puede usar para tomar decisiones de inversión, como sabemos, estas curvas cambian de acuerdo a las condiciones de mercado.

El analizar los cambios a través del tiempo, le brinda a los inversionistas valiosa información sobre posibles cambios futuros en las tasas, y sobre como pueden afectar los precios y rentabilidad de los bonos.

Por ejemplo, si la Curva de Rendimiento empieza a empinarse, generalmente significa que hay expectativas que la inflación aumente, por consecuencia los inversionistas pueden esperar que las tasas también aumenten y por ende el precio futuro de los bonos en circulación podría tender a caer.

# Ejemplo de curva de rendimiento

## MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO 1/



1/ Tasas de rendimiento negociadas al cierre de cada mes.

Se le denomina “Operación Twist” cuando el FED con la intención de bajar la pendiente ascendente de la Curva de Rendimiento, procede a emitir (vender) el instrumento (i.e. Bono Soberano del Tesoro Público) de corto plazo y con el producto de esa venta proceder a comprar dichos instrumentos pero de mayor vencimiento (Plazo Residual) con el objetivo de que la demanda los haga subir de precio y por consecuencia baje la tasa (es decir la Curva de Rendimiento tendrá una presión descendente: cae la pendiente.)

# Mercado primario

## Introducción

### Buen Gobierno Corporativo

# Buen gobierno corporativo

## ¿Qué es?

# Objetivos

Uno de los principales objetivos que se buscan dentro de la estructura de un mercado de capitales sano, es el de desarrollarse dentro de un entorno transparente. Es por ello que se consideró necesario establecer un marco general el cual tenga como finalidad facilitar la creación de un ambiente de confianza, transparencia y de rendición de cuentas para que de esta manera se puedan tener las bases que permitan un adecuado desarrollo para las inversiones. Buscándose por consecuencia el de lograr un marco de estabilidad financiera y de integridad.

# Principios

Los Principios sirven como pautas y referencias a los legisladores y reguladores para evaluar y optimizar el marco legislativo, reglamentario e institucional de un “Buen Gobierno Corporativo” (de una sostenible eficiencia, estabilidad, crecimiento y transparencia económica). Para ello la participación activa de los accionistas, asesores, directores, intermediarios financieros y proveedores de las empresas, tengan los incentivos necesarios para desempeñar una adecuada función dentro de su correspondiente ámbito de participación y responsabilidad.

# Principios

En lo referente al *Mercado Primario de Valores* (MPV) los Principios se centran en empresas que tienen cotización. En la medida en que se consideren aplicables, también pueden resultar una herramienta muy útil para mejorar el gobierno corporativo de empresas no cotizadas. Sin embargo hay que tomar en consideración que algunos de los Principios pueden resultar más adecuados para las empresas grandes que para las pequeñas. Teniendo esta ultima idea presente y dadas las características del mercado peruano (priman las empresas mas pequeñas) podría en el corto plazo dificultar su aplicación total.

# Principios: pilares

## Pilar I:

Derechos de los Accionistas (Paridad de trato, Participación de los accionistas, No dilución en la participación en el capital social, Información y comunicación a los accionistas, Participación en dividendos de la sociedad, Cambio o toma de control y Arbitraje para solución de controversias)

## Pilar II:

Junta General de Accionistas (Función y competencia, Reglamento de Junta General de Accionistas, Mecanismos de convocatoria, Propuestas de puntos de agenda, Procedimientos para el ejercicio del voto, Delegación de voto y Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas).

# Principios: pilares

## Pilar III:

El Directorio y la Alta Gerencia (Conformación del Directorio, Funciones del Directorio, Deberes y derechos de los miembros del Directorio).

**CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS:**  
(Reglamento de Directorio, Directores independientes, Operatividad del Directorio, Comités especiales, Código de Ética y conflictos de interés, Operaciones con partes vinculadas y Funciones de la Alta Gerencia).

## Pilar IV:

Riesgo y Cumplimiento (Entorno del sistema de gestión de riesgos, Auditoría interna y Auditores externos).

## Pilar V:

Transparencia de la información (Política de información, Estados financieros y memoria anual, Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas e Informe de gobierno corporativo).

# Principios complementarios

- Principios complementarios para Empresas de Propiedad del Estado (EPE) .
- Principios complementarios para Sociedades Familiares.

En ambos:

- a) Derechos de los accionistas
- b) El Directorio y la Gerencia
- c) Riesgo y Cumplimiento
- d) Transparencia de la información

# Mercado primario

## Introducción

Estrategias de financiamiento  
Perfil requerido

# La intermediación directa y las estrategias de financiamiento

Aquellas empresas (“agentes deficitarios”) que requieran de fondos “fondeo” para el financiamiento de sus proyectos: ya sea ampliaciones, fusiones, compras, amortización de deuda: largo y/o corto plazo etc. podrán recurrir al Mercado de Capitales vía la Intermediación Directa a través de la colocación primaria (**Mercado Primario**) de instrumentos de Capital (acciones) y/o instrumentos de Deuda (Instrumentos de corto Plazo o bonos) es decir, dichas colocaciones les permitirá obtener el “fondeo” necesario para llevar a cabo sus proyectos o planes.

# La intermediación directa y las estrategias de financiamiento

Los inversionistas potenciales (“agentes superavitarios”) luego de un detallado análisis de la empresa (agente deficitario o también llamado “emisor”) decidirán si es que procederán a adquirir los valores a ser colocados (vendidos) a través de una “Oferta Pública Primaria”.

Dicha oferta pública primaria, se realizará a través de los diversos agentes de intermediación que existen en el mercado (i.e. Sociedades Agentes de Bolsa SAB's).

# La intermediación directa y las estrategias de financiamiento

Aquellas empresas (“agentes deficitarios”) que requieran de fondos “fondeo” para el financiamiento de sus proyectos: ya sea ampliaciones, fusiones, compras, amortización de deuda: largo y/o corto plazo etc. podrán recurrir al Mercado de Capitales vía la Intermediación Directa de valores a través de la colocación primaria (**Mercado Primario**) de instrumentos de Capital (acciones) y/o instrumentos de Deuda (Instrumentos de corto Plazo o bonos) es decir, dichas colocaciones les permitirá obtener el “fondeo” necesario para llevar a cabo sus proyectos o planes.

# La intermediación directa y las estrategias de financiamiento

Los inversionistas potenciales (“agentes superavitarios”) luego de un detallado análisis de la empresa (agente deficitario o también llamado “emisor”) decidirán si es que procederán a adquirir los valores a ser colocados (vendidos) a través de una “Oferta Pública Primaria”.

Dicha oferta pública primaria, se realizará a través de los diversos agentes de intermediación que existen en el mercado (i.e. Sociedades Agentes de Bolsa SAB's).

# La intermediación directa y las estrategias de financiamiento

En caso la empresa (“el emisor”) de finanziarse (colocación primaria) a través de instrumentos de capital: “acciones” o en su defecto a través de instrumentos de deuda: “bonos” existe entre ambos una gran diferencia.

## Acciones:

En caso el financiamiento se realice a través de la colocación de instrumentos de capital (acciones) generara un Aumento de Capital es decir un incremento en el Patrimonio de la empresa (con su correspondiente contraparte en el Activo : caja), y se generara una dilución del porcentaje % de participación de aquellos accionistas que no participen en dicha colocación, o en su defecto no participen con un monto equivalente (o mayor) que les permita mantener su porcentaje de accionariado (propiedad).

# La intermediación directa y las estrategias de financiamiento

## Bonos:

En caso el financiamiento se realice a través de la colocación de instrumentos de deuda (instrumentos de corto plazo o bonos) se generara un incremento en el pasivo del Balance de la empresa (con su correspondiente contraparte en el Activo: caja), el cual deberá ser honrado de acuerdo a las condiciones de la colocación (pagos de cupon, amortizaciones y plazos), sin embargo NO se generara una dilución del porcentaje % de participación (propiedad) de aquellos accionistas que no participen en dicha colocación.

# La intermediación directa y las estrategias de financiamiento

Como se menciono anteriormente, en el caso de los **Bonos Subordinados** (aquellos emitidos exclusivamente por los bancos) sirven para incrementar el Patrimonio Efectivo del banco y por consecuencia permiten que estos incrementen su capacidad de colocación (apalancamiento) de prestamos, respetando los acuerdos de Basilea.

Es importante mencionar que existen otras alternativas de financiamiento mas “tradicionales” como por ejemplo un préstamo (financiamiento) bancario, el cual podría tener sus desventajas por ejemplo nivel de tasas de interés, plazo del préstamo y la constitución de garantas reales entre otras.

# Perfil requerido para acceder a financiamiento

Para poder acceder a financiamiento en general y financiamiento en el mercado de capitales en particular, ya sea a través colocaciones primarias de instrumentos de deuda y/o de capital, es fundamental que el emisor cumpla con cierto **perfil** y cumpla con ciertos requisitos que hagan posible que dicho proceso califique como **viable**. En ese sentido las pautas detalladas de los principios del “**buen gobierno corporativo**” son pilares y guías Fundamentales para que una empresa pueda acceder a financiamiento especialmente a través de colocaciones primarias en el mercado de valores.

# Perfil requerido para acceder a financiamiento

Asimismo la empresa (emisor) debe de presentar una sólida situación financiera y sobretodo unas perspectivas de crecimiento en lo que se refiere al negocio muy sustentadas. Asimismo de preferencia un buen posicionamiento y reconocimiento de la marca de la empresa en el mercado.

Es importante diferenciar un financiamiento a través del Mercado de Valores a través una Colocación Primaria la que presenta dos alternativas vía:

- Instrumentos de Capital (Acciones)
- Instrumentos de Deuda (Instrumentos de Corto Plazo y Bonos).

# Perfil requerido

## Instrumentos de deuda

En el caso de financiamiento vía Instrumentos de Deuda (Instrumentos de Corto Plazo y Bonos), las empresas emisoras se comprometen a honrar los Intereses, Cupones, Amortizaciones y Principal de acuerdo a los compromisos establecidos en los correspondientes “Prospectos de Colocación”. En este caso las empresas pasan por un riguroso análisis económico-financiero (aunado a los principios de Buen Gobierno Corporativo) y la(s) correspondiente Clasificación de Riesgo (Rating) otorgada por la Clasificadora de Riesgo y finalmente la asesoría (de ser el caso) de la empresa de Banca de Inversión que se encargue de “acompañar” al emisor en la elaboración del prospecto de colocación y de la estructuración propiamente dicha de la emisión.

# Perfil requerido

# Instrumentos de deuda

En ese sentido este riguroso análisis económico-financiero lo que busca es minimizar alguna posibilidad de algún “default” ya sea en el cumplimiento del cronograma de pagos (cupones, amortizaciones y/o principal) ya que esto ultimo podría generar el no honramiento de los compromisos de pago asumidos inicialmente por el emisor y lógicamente una disminución en la Clasificación de Riesgo (del emisor) y las demás consecuencias colaterales que esto conlleva, por mencionar algunos: del Banco Estructurador (Banca de Inversión), del Agente Colocador, del Agente de Intermediación, y lógicamente del cliente y/o inversionista.

# Perfil requerido

# Instrumentos de capital

En el caso de financiamiento vía Instrumentos de Capital (acciones), el dinero captado (fondeo) de la colocación primaria formará a ser parte del capital de la empresa, (a diferencia de una colocación vía de instrumentos de deuda) las empresas emisoras no necesariamente (salvo que sea la colocación de acciones tipo “Preferentes”, las cuales aseguran un dividendo determinado) tienen algún compromiso asumido en lo referente a desembolsos o amortizaciones. Las empresas emisoras distribuirán dividendos en función a las Utilidades Netas obtenidas en los ejercicios.

# Perfil requerido

# Instrumentos de capital

Si es importante recalcar que en este caso si bien es cierto siempre se debe tener en consideración los conceptos de Buen Gobierno Corporativo, en el tema económico-financiero en el caso Oferta Pública de Venta OPV's (Initial Public Offer IPO's en inglés) de Instrumentos de Capital (acciones), el riesgo que asume el inversionista es mucho mayor ya que finalmente el emisor no tiene ningún compromiso de desembolso de flujos ni menos aun fechas de pago. Sin embargo la retribución (rendimiento) potencial del inversionista puede ser mucho mayor.

# Perfil requerido

# Instrumentos de capital

Se han visto casos bandera tipo Amazon, Tesla, Microsoft, Apple, Google y muchas otras mas, en donde las cifras económico-financieras de ventas y utilidades eran prácticamente nulas y negativas, sin embargo el modelo de negocio (disruptivo) de estas empresas y las proyecciones a futuro llevaron a convencer a los Inversionistas a participar en su fondeo a través de su participación en las correspondientes colocaciones primarias. Con los resultados (rendimientos) ampliamente conocidos.



# **Sesiones 3, 4 y 5**

## **Mercado Primario**

**Principales Segmentos del Mercado de Valores**

# Principales Segmentos del Mercado de Valores

Regimen General (\*)

Mercado Alternativo de Valores (MAV)

Mercado de Inversionistas Institucionales

(\*) ver sesiones 1&2

# Principales Segmentos del Mercado de Valores

Mercado Alternativo de Valores (MAV)

# Mercado Alternativo de Valores: MAV

Es un mercado que brinda a potenciales emisores la posibilidad de lograr acceso a financiamiento a través del mercado de valores. Las empresas deberán tener ingresos inferiores (facturación anual) del orden de los S/ 350 MM. Dichas facilidades incluyen menores costos de emisión y menores requisitos de inscripción en el Registro Público de Mercado de Valores (RPMV).

# MAV: Proceso de Inscripción y Requisitos.

El proceso de Inscripción y los principales Requisitos para la inscripción de valores en el RPMV son :

- Presentación de la Solicitud de inscripción.
- Declaración Jurada de Responsabilidad
- Declaración Jurada de Estándar de Revelación de Información Financiera
- Prospecto Informativo
- Información financiera (auditada de los 2 últimos ejercicios)
- La Memoria Anual (dos últimos ejercicios económicos).
- Acuerdos societarios, contratos y documentos registrales relacionados con el trámite de inscripción.
- Política de dividendos.

# MAV: Proceso de Inscripción y Requisitos.

- Información sobre los principios de “Buen Gobierno Corporativo”.
- Normas Internas de Conducta.
- Declaración e información sobre su Grupo Económico.
- En el caso de valores representativos de deuda (Bonos, Papeles Comerciales), los informes de clasificación de riesgo emitidos por empresas clasificadoras de riesgo.
- En el caso de acciones de capital parcialmente pagadas, copia del Acuerdo de Junta General de Accionistas.
- Modelo de título, según corresponda.
- Copia simple del recibo de pago o depósito a favor de la SMV por concepto del derecho a trámite.

# Cuadro Comparativo

Requisitos	Mercado Principal	MAV
Ingresos (facturacion) de la Empresa		Ventas Anuales menores a S/350 MM (promedio últimos 5 años)
EEFF Auditados	2 ultimos ejercicios	Ultimo ejercicio
EE.FF. desituación (No auditados)	Trimestral	Trimestral/Semestral
Memoria Anual	Dos Ultimos ejercicios	Ultimo ejercicio
Clasificacion de riesgo	2 informes	1 informe
Buen Gobierno Corporativo	Inicio	Al tercer año siguiente a la fecha de colocacion
Normas EEFF	NIIF	Adecuacion NIIF
Costos de Emision	Regimen General	50% Reducción

# Beneficios para los Emisores

- Acceso a financiamiento con mayores montos y a menores tasas de interés.
- Menores y mas flexibles requisitos para la emisión y listado de valores.
- Alternativas distintas a las tradicionales fuentes de financiamiento.
- Menores costos.
- Acercamiento y aplicación de Prácticas de “Buen Gobierno Corporativo”.

# Beneficios para los Inversionistas

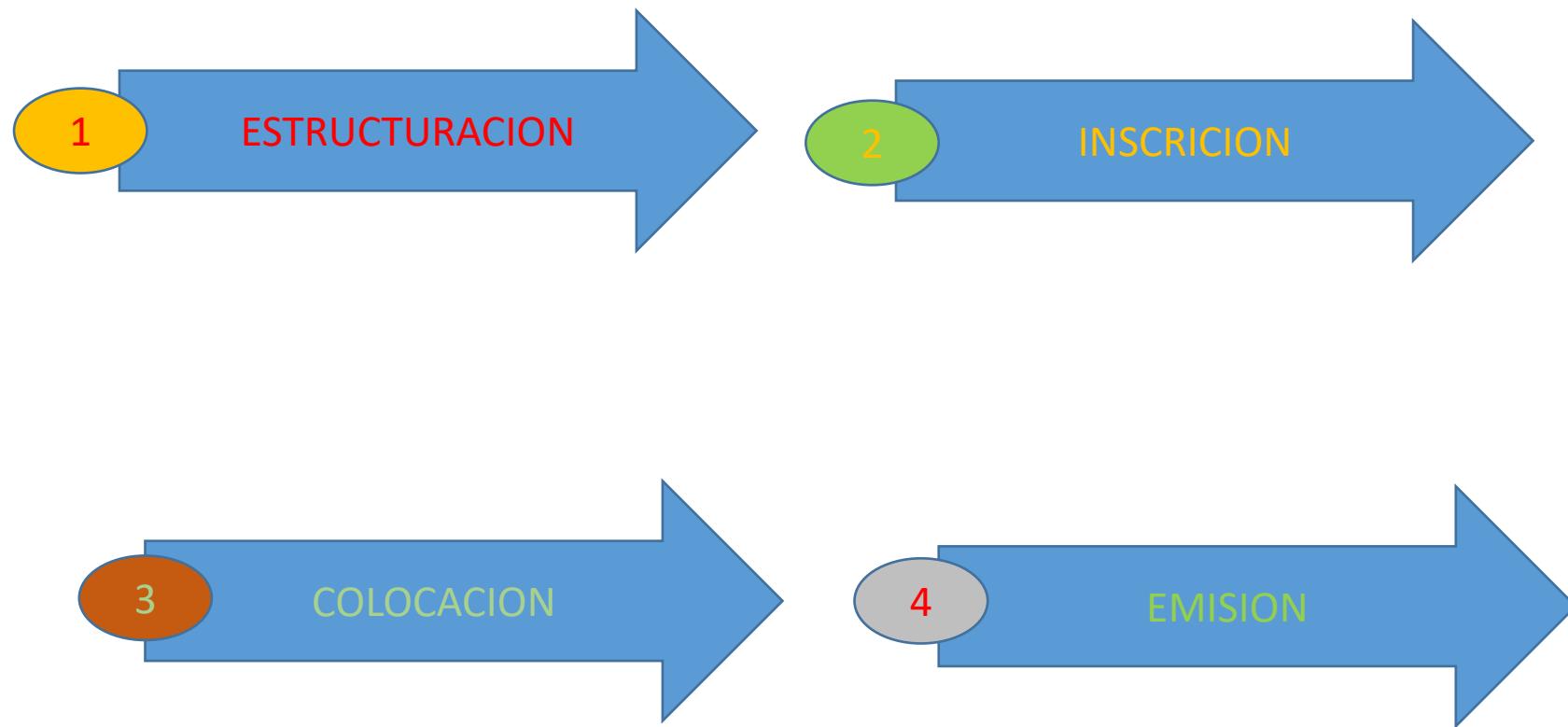
- Mayor diversidad de opciones para adquirir instrumentos de inversión.
- Rendimientos atractivos relativos a las tradicionales opciones de inversión.
- Oferta de emisores con buenos estándares de gobernanza, gestión y supervisión.
- Liquidez aceptable.

# **SMV**

# **Mercado Primario**

Procesos de Estructuración

# Proceso de Emisión: Fases



# Proceso de Emisión y Estructuración

**Estructuración:** Es la fase en donde la empresa opta y define los términos del financiamiento, es decir : Tipo de Instrumento (RF: Deuda o RV: Capital), Plazo, Monto y Moneda.

**Inscripción (\*)**: Es la etapa o fase donde la Empresa (Emisor) realiza el acto de Inscripción del tipo de valor seleccionado en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) de la Superintendencia del Mercado de Valores y en el Registro de Valores de la Bolsa de Valores de Lima.

(\*) ver siguientes laminas.

# Proceso de Emisión y Estructuración

**Colocación:** Es la etapa o fase en donde se subasta el valor en el mercado. Hay diversas tipos de subastas (Americana, Inglesa, Holandesa).

**Emisión:** Es en la fase en donde se crea propiamente dicho el valor y la empresa (emisor) obtiene el financiamiento deseado.

# Inscripción y Listado de Valores

La inscripción y posterior listado de un valor, son procedimientos muy importantes dentro del concepto de Colocación Primaria, ya que es parte de todo el proceso previo.

Definición de valor nacional (VN), son:

- Los emitidos por emisores constituidos en el país.
- Los colocados en el país por Oferta Pública Primaria realizada por emisores constituidos en el extranjero.
- Los emitidos en el país o en el extranjero que sean objeto de una Oferta Pública de Intercambio u otra oferta, realizada en el país por emisores constituidos en el extranjero.
- Los emitidos fuera del país por Oferta Privada realizada por emisores constituidos en el extranjero que se inscriben en el Registro y en el RVB.

# Inscripción y Listado de Valores

Para realizar la inscripción de valores locales (VN) es necesario cumplir una serie de pasos (tramites) los cuales resumiremos a continuación:

- Presentación ante la SMV solicitud de listado, considerando la inscripción tanto en el RPMV como en el Registro de la BVL.
- Presentación de los contratos de servicios con los emisores a suscribirse con la BVL.
- La BVL tiene 5 días hábiles para revisar el expediente y presentar ante la SMV las observaciones correspondientes o la respectiva conformidad.

# Inscripción y Listado de Valores

- LA SMV tiene 20 días hábiles para pronunciarse, pudiendo hacer suyas las observaciones de la BVL.
- Emitida la resolución de inscripción, la BVL procede a listar los valores al día siguiente de la notificación.
- La BVL devuelve un ejemplar de los contratos suscritos al emisor.

# Inscripción y Listado de Valores

Definicion de Valor Extranjero (VE), son :

- Los emitidos fuera del país por emisores constituidos en el extranjero y admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o Mercados Organizados del extranjero.
- Los emitidos por emisores constituidos en el país que han sido colocados o admitidos a negociación únicamente en las Bolsas de Valores o Mercados Organizados del extranjero.
- Los emitidos fuera del país cuyo subyacente sean valores o instrumentos financieros extranjeros admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o Mercados Organizados del extranjero.

# Inscripción y Listado de Valores

Que VE pueden inscribirse en el RBVL:

- VE que hayan sido admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o Mercados Organizados del extranjero.
- No serán objeto de inscripción en el Registro los valores extranjeros emitidos en países o territorios de baja o nula imposición tributaria, de acuerdo con lo establecido por la SUNAT, y aquellos emitidos por las personas jurídicas señaladas en la lista OFAC del Departamento del Tesoro de los EEUU o emitidos en los países incluidos en dicha lista.
- Esta disposición no aplica si los valores se encuentren admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o Mercados Organizados, debidamente autorizados de alguno de los países detallados en el Anexo N° 15 del Reglamento (ver Anexo).

# Inscripción y Listado de Valores

Los Emisores, la BVL y los Agentes Promotores pueden inscribir VE en el RBVL, es importante recalcar que dependiendo del solicitante es que se podra inscribir el valor.

Los Agentes Promotores son las Sociedades Agentes de Bolsa (SAB's) que solicitan a la SMV, la inscripción de VE en el RPMV y en el RBVL, de acuerdo con lo establecido en el Reglamento de Inscripción de Valores.

# Inscripción por los Emisores

Los Emisores podrán inscribir Valores Extranjeros admitidos a negociación en las bolsas de valores o mercados organizados del extranjero incluidos en la sección I del Anexo Nº 15 (doble listado).

<u>PAÍS</u>	<u>BOLSAS DE VALORES O MERCADOS ORGANIZADOS</u>
<b>EEUU</b>	New York Stock Exchange & Nasdaq Stock Market
<b>Canadá</b>	Toronto Stock Exchange
<b>Brasil</b>	BM&FBovespa S.A.
<b>Alemania</b>	Frankfurt Stock Exchange
<b>España</b>	Bolsa de Madrid
<b>Francia</b>	Euronext Paris
<b>Holanda</b>	Euronext Amsterdam
<b>Italia</b>	Borsa Italiana
<b>Noruega</b>	Oslo Børs
<b>Reino Unido</b>	London Stock Exchange
<b>Suiza</b>	SIX Swiss Exchange
<b>China</b>	Shanghai Stock Exchange & Hong Kong Exchange and Clearing
<b>India</b>	Bombay Stock Exchange
<b>Japón</b>	Tokyo Stock Exchange
<b>Australia</b>	Australian Securities Exchange

# Inscripción por el Agente Promotor o la BVL

Podrán ser inscritos los valores extranjeros por parte del AP o la Bolsa de Valores aquellos que cumplan con la condición I y II (de la sección II del Anexo 15); excepto para el caso de las cuotas de participación de un Exchange Traded Fund (*ETF*) extranjero, en cuyo caso deberán cumplir únicamente con la condición I. El procedimiento de inscripción es directo ya que el expediente se presenta a la SMV. Una vez recibido el oficio mediante el cual la SMV comunica la inscripción de los valores en el RPMV, la BVL procederá a inscribir los valores en el RBVL.

Condición I Bolsas de Valores o Mercados Organizados	Condición II Índices de Precios
<b>New York Stock Exchange</b> <b>Nasdaq Stock Market</b>	Dow Jones Industrial Average (DJI), Standard & Poor's 500 Index (S&P 500), NYSE Composite Index, NASDAQ Composite
<b>Euronext Paris</b> <b>Euronext Amsterdam</b> <b>London Stock Exchange</b> <b>Toronto Stock Exchange</b>	CAC 40 Index AEX Index FTSE 100 S&P TSX Composite Index

# Requisitos para la Intermediacion de VE

Las Sociedades Agentes e Bolsa que intermedian Valores Extranjeros deberan contar con mecanismos que les permitan acceder diariamente al precio del valor en el mercado donde el VE se negocie, de tal manera que dicho precio o cotizacion pueda ponerse en conocimiento de sus clientes cuando éstos lo requieran.

Es necesario que para que se puedan realizar y ejecutar las órdenes, relativas a la intermediacion (compra/venta) de los valores extranjeros en mencion, los comitentes deberan previamente suscribir una declaración previa manifestando su conocimiento y consentimiento.

# MILA

El Mercado Integrado Latinoamericano (**MILA**) es la integración bursátil transnacional de las bolsas de valores de los mercados de Chile, Colombia, México y Perú.

Esta integración está compuesta de los mercados bursátiles de Chile (Bolsa de Santiago: BCS), Colombia (Bolsa de Valores de Colombia: BVC), Perú (BVL) y desde junio del 2014 México (Bolsa Mexicana de Valores: BMV), con el propósito de la creación de un mercado de valores único para los tres países.

El MILA comenzó oficialmente sus operaciones el 30 de mayo de 2011 como el segundo mayor mercado de América Latina con una capitalización de mercado de 720 millones de dólares americanos, y el tercer mercado en volumen de operaciones en la región con 87.000 millones de dólares al año.

# MILA

La integración tiene como principal objetivo desarrollar el mercado de capitales a través de la integración de los cuatro países, para dar a los inversionistas una mayor oferta de valores, emisores y también grandes fuentes de financiación. Las cuales potencialmente pueden canalizarse a través de **Colocaciones Primarias** ampliando de esta manera de forma exponencial el potencial de fuentes de financiamiento, liquidez y presencia para las empresas del país y de la región.

Los beneficios del MILA se podrían resumir de la siguiente manera:

- Para intermediarios

Promueve plazas bursátiles más competitivas

Incrementa la gama de productos que pueden ofrecer a sus clientes

Hace posible la creación de nuevos instrumentos de inversión

Se fomentan estándares internacionales y el fortalecimiento tecnológico

# MILA

- Para inversionistas

Mayor cantidad de instrumentos financieros en los que invertir

Se incrementan las posibilidades de diversificación.

Mejor balance riesgo-retorno

- Para emisores

Posibilidad de acceder a nuevos mercados y a mayor número de inversionistas

Se incrementan las posibilidades de diversificación

Mejor balance riesgo-retorno

Posibilidad de crear nuevas carteras para distribución a clientes locales

# Mercado de Inversionistas Institucionales

## Principales Inversionistas Institucionales:

- AFP's
- Fondos Mutuos
- Estatales:

Petro Perú  
ESSALUD  
Fondo MiVivienda

ONP(FCR)  
Banco de la Nación  
COFIDE

# Mercado de Inversionistas Institucionales

Principales Inversionistas Institucionales:

- Banca Comercial
- Family Offices
- CIA's de Seguros
- Bancos de Inversión (extranjeros y locales)

# Proceso de Colocación: Subastas

- Holandesa
- Americana
- Inglesa

# Proceso de Colocación: Subastas

- Holandesa:

En la subasta Holandesa las propuestas de los potenciales inversionistas se ordenan decrecientemente de mayor precio (o menor tasa), hasta cubrir el monto ofertado. El precio (o tasa) quedara “cerrado/marcado” en aquella en donde la oferta quede totalmente cubierta/calzada por la demanda. En caso de tener dos o mas inversionistas coincidan el precio (o tasa) de cierre se repartirá proporcionalmente a la demanda de c/u. Este tipo de subasta es la mas utilizada y la que genera un precio/tasa mas equitativo.

# Proceso de Colocación: Subastas

- Americana:

Es similar a la subasta Holandesa, con la diferencia que el inversionista deberá pagar el precio ofertado (o recibir la tasa solicitada) pudiendo de esta manera haber diferentes precios (y tasas) para un mismo instrumento.

- Inglesa:

Poco utilizada en el Mercado de Capitales ya que son subastas orales en la cual existe “puja de precio” y el inversionista que ofrezca pagar el precio mas alto (o recibir la tasa mas baja) es el que obtiene el instrumento.

# Ejemplo: Subasta Holandesa

Se tiene la información (Prospecto) de la Emisión de un instrumento de corto plazo: Papel Comercial: Banco Saga Falabella (emisor). Además se tiene un cuadro con las propuestas recibidas, se pide determinar la tasa de cierre utilizando una subasta de tipo “Holandesa”

## **INFORMACIÓN (Prospecto):**

Emisor: Banco Falabella Perú S.A.

Moneda de Emisión: **Nuevos Soles**. Los pagos de intereses y del principal serán realizados en Nuevos Soles.

Serie: Serie A.

Monto de la Serie: Hasta por un monto equivalente a S/.20'000,000.00 (veinte millones y 00/100 Nuevos Soles)

**Plazo de la Serie: 364 Días.**

Clasificación de Riesgo: Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. CP-1-(pe)

Class & Asociados S.A. CLA-1

Redención: La totalidad del principal será pagado al vencimiento de la respectiva serie.

**Tasa de Interés: A subastar como tasa nominal anual sobre la base de un año de 360 días.**

**Pago de Intereses: En la Fecha de Vencimiento de la Serie.**

Garantías: Garantía genérica sobre el patrimonio de Banco Falabella Perú S.A. Los CDN no están respaldados por el Fondo de Seguro de Depósito.

**Valor Nominal: S/. 1,000.00** (un mil y 00/100 Nuevos Soles) por cada CDN.

**Precio de Colocación: Los CDN serán colocados a la par.**

Negociación: En la Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima.

Sistema de Colocación: Subasta Holandesa sobre la tasa de interés que devengará la respectiva serie. **Fecha de Emisión: 12 de mayo de 2020.**

<u>Solicitud</u>	<u>Institucion</u>	<u>Monto</u>	<u>Tasa</u>
1	AFP 1	S/ 5.5 MM	4.5%
2	AFP 2	S/ 7 MM	4.75%
3	Cia de Seguros 1	S/ 6 MM	4.25%
4	Fondo Mutuo 1	S/ 4 MM	4.5%
5	Cia de Seguros 2	S/ 6.5 MM	4.35%
6	Fondo Mutuo 2	S/ 2 MM	4%
7	Banco 1	<u>S/ 7.2 MM</u>	4.8%
<b>TOTAL</b>		<b>S/ 31.2</b>	

<u>En orden de Tasa</u>	<u>Institucion</u>	<u>Monto</u>	<u>Tasa (*)</u>
1	Fondo Mutuo 2	S/ 2 MM	4 %
2	Cia de Seguros 1	S/ 6 MM	4.25%
3	Cia de Seguros 2	S/ 6.5 MM	4.35%
4	Fondo Mutuo 1	S/ 4 MM	4.5%
5	AFP 1	<u>S/ 5.5 MM</u>	4.5%
Total	Demanda =	S/ 24 MM	$\geq$ a los s/ 20MM
Los tres el 4to y 5to	primeros se se reparten %	adjudican el saldo	S/ 14.5 MM de S/ 5.5MM

# Adjudicación: Subasta Holandesa

A las tres primeras propuestas se les adjudico el monto solicitado (S/ 14.5 MM) a la tasa de corte de 4.5%.

Con respecto al 4to. y 5to. postor: AFP1 y FM1 al haber empate por tasa solicitada, se hará prorratoe (con respecto al saldo no colocado: S/ 5.5 MM) a razón de:

$$\text{Fondo Mutuo 1} : 4/9.5 = 42.11\% * \text{S/ 5.5 MM} = \text{S/ 2.316 MM}$$

$$\text{AFP 1: } 5.5/9.5 = 57.89\% * \text{S/ 5.5 MM} = \text{S/ 3.184 MM}$$

Ambos tambien a la tasa de corte de 4.5%

# Ejemplo: Subasta Americana

Utilizando la misma información (Prospecto) de la Emisión, se pide determinar la tasa de cierre utilizando una subasta de tipo “Americana”.

El resultado hubiese sido el mismo, con la diferencia que cada inversionista hubiera tenido que pagar el mismo precio ofertado (o recibir la misma tasa solicitada). Se “asegura” su cantidad demandada, solicitando una menor tasa (o pagar un mayor precio).

# Proceso de Colocación: Marketing y Post Venta

# Marketing

El Marketing o Mercadeo relacionado a la colocación primaria de un valor a través de la BVL se puede considerar como un proceso el cual tiene varias componentes las cuales todas están relacionadas entre si.

Luego de todo el proceso inicial de Estructuración, en donde se definen (entre otros temas), el tipo de instrumento a ser colocado: (RF o RV), el plazo, la tasa, tipo de colocación (subasta o no), el destino de los fondos a ser recaudados etc. es importante que estas características/componentes se deben definir en función de un análisis de la potencial demanda del mercado (potenciales inversionistas) es decir investigar, analizar y determinar cuales son los requerimientos (o necesidades) de inversión (plazos, monedas: MN ME, tasas de interés) por parte de los principales agentes del mercado, de esta manera asegurar el éxito de la colocación adaptándose lo máximo posible a las necesidades/requerimientos del mercado.

# Marketing

Esto ultimo se acompaña con intenso un “*Road Show*” el cual consiste en visitar a los clientes objetivo (AFP, Fondos Mutuos, Cias. de Seguros, Tesorería de Bancos y Cajas, Family Offices, Agentes de Intermediación etc.) .

En el “*Road Show*” se hace una ronda de presentaciones de la empresa emisora, la cual incluye su situación financiera, las perspectivas/proyecciones de la misma y su posicionamiento en el mercado. Asimismo se debe precisar cual es el destino de los fondos a ser levantados del mercado a través de dicha colocación (i.e. reprogramación de pagos de pasivos, compra de empresa, ampliación de planta, fusión, capital de trabajo, compra de maquinarias y/o equipos, etc.).

# Marketing

Paralelamente en el Road Show, se puede ir recogiendo valiosa información (*feedback*) en lo referente en el interés (apetito) por la adquisición de dicho valor a ser colocado (Colocación Primaria) lo cual servirá como retroalimentación para la definición final o ajustes de las características/componentes del instrumento a ser emitido. Es importante mencionar que parte del proceso de Marketing también forma parte la Clasificación de Riesgo obtenida por el Emisor (por parte de la(s) correspondiente(s) Clasificadoras de Riesgo) ya que una buena Clasificación favorece a una colocación mas exitosa.

# Post Venta

El proceso de *post-venta* consiste el seguimiento y comunicación a los clientes y potenciales clientes (para el desarrollo del Mercado Secundario) que se realiza por parte del emisor en coordinación con el Agente de Intermediación mediante lo cual se mantiene informado al mercado de la situación y desarrollo del negocio (emisor). Generalmente se hace mediante informes bursátiles o reportes, noticias (WEB de la empresa) y otros medios. Asimismo es importante recalcar que los instrumentos colocados en Ofertas Publicas (Mercado Primario) deben de efectuarse periódicas revisiones de su “Rating” de Clasificación por parte de la(s) Clasificadora(s) de Riesgo, quienes emitén opinión neutral de la situación y evolución de la empresa (emisor) de esta manera se refuerza el proceso de *post-venta*.

# Post Venta

Dentro del proceso de Post Venta existen funciones o actividades paralelas las cuales sirven como complementos a dicho proceso, en ese sentido existe el rol de Agente Promotor y el Formador de Mercado.

## **Agente Promotor:**

Es la sociedad que, previa autorización de la BVL, cumple con la función de listado de valores extranjeros que pudieran ser favorables al desarrollo del mercado local a consideración de un denominado “Comité Especial” conformado por miembros de la BVL.

# Post Venta

## **Formador de Mercado:**

Es la sociedad que tiene como función promover la liquidez de un determinado valor nacional o extranjero.

Está obligado a formular diariamente ofertas de compra y de venta por la cantidad mínima previamente acordada entre la Sociedad y el Comité.

Dichas propuestas deberán mantener un spread máximo de acuerdo a la liquidez.

La sociedad, podrá efectuar operaciones por cuenta propia o de terceros, con el mencionado valor.

# Post Venta

La actualización del spread máximo aplicable se realizará en la oportunidad en la cual se actualiza el Índice de Liquidez.

En caso una variación en el índice de liquidez resulte en un cambio en el spread máximo aplicable del valor, el Comité Especial evaluará si corresponde aplicar una modificación en el spread máximo asignado.

La Tabla de spreads máximos:

<u>Índice de Liquidez</u>	<u>Spread Máximo Aplicable</u>
20 a más.	3.00%
15-20	4.00%
10-15.	5.00%
05-10	6.00%
menos de 5	7.00%

# **Sesiones 5, 6 y 7**

**Fideicomitente,  
fiducias,  
fideicomisos  
y  
titulación de activos**

# Fideicomitente (I)

*Fideicomitente* es una persona natural o jurídica que constituye un fideicomiso para destinar un bien (o ciertos bienes) o derechos a la realización de un fin lícito y determinado y lo encarga a un fiduciario quien es la persona encargada (por el *fideicomitente*) de realizar el fin del fideicomiso.

En otras palabras el fideicomitente es la persona propietaria de los activos a titulizar, que inicia todo este proceso y que ha tomado la decisión de obtener liquidez mediante la transferencia de los mismos y en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo, integrado por los activos que se obliga a transferir.

# Fiducia (II)

*La fiducia* es una operación jurídica que consiste en transferir un bien a condición que se devuelva luego de un tiempo convenido y bajo unas condiciones determinadas.

La fiducia (o fiduciario) suele ser utilizada como garantía, es decir para garantizar un crédito, obligación o deuda. En este caso el acreedor mantiene la “propiedad fiduciaria” del bien, existiendo el derecho a exigir la restitución de dicho bien (por parte de quien lo transfirió: el fideicomitente ) luego de que el crédito, obligación o deuda en cuestión haya sido extinguida.

# Fiducia (II)

En resumen, es la entidad a la que se transfieren los activos a ser titulizados y que emite los valores mobiliarios para ser colocados en los mercados de capitales con respaldos de dichos activos. En nuestra legislación pueden ser emisores una Sociedad Titulizadora o una Sociedad de Propósito Especial.

# Fideicomiso y fideicomisario (III)

El *fideicomiso* (fiducia significa "fe, confianza") es una relación jurídica que permite aislar bienes, flujos, derechos, etc. en un "patrimonio autónomo" (independiente). Es un instrumento de uso muy extendido en el mundo. Su correlato anglosajón es el Trust y cuenta con antiguas raíces en el derecho romano.

El *fideicomisario* es el administrador del fideicomiso.

En resumen: el ideicomitente (I) transferirá bienes a otra persona, denominado fiduciario (II), para la constitución de un "patrimonio Autónomo" (fideicometido), el cual sujeto al "dominio fiduciario" y afecto a un fin específico a favor del propio Fideicomitente o de un tercero. Es el fideicomisario (III) quien será el administrador del Fideicomiso, es decir será el responsable de los bienes.

# **Titulación de activos**

# Titulación

La titulación de activos (en inglés: Securitization) es un programa financiero múltiple, que mediante la transferencia de activos ilíquidos a un Patrimonio de propósito exclusivo, permite la emisión de valores mobiliarios respaldados por el. Siendo la principal función económica de la Titulación, el financiamiento para el “Originador” (empresa). Es importante mencionar que la modalidad más conocida y utilizada es el denominado *fideicomiso en titulación*.

# Titulación

La titulización de activos creditorios (créditos) consiste en la transformación de préstamos otorgados por una entidad financiera, en títulos valores ofertados entre el público inversor. Este método le sirve a la entidad financiera como medio de obtención de fondos para el otorgamiento de nuevos créditos.

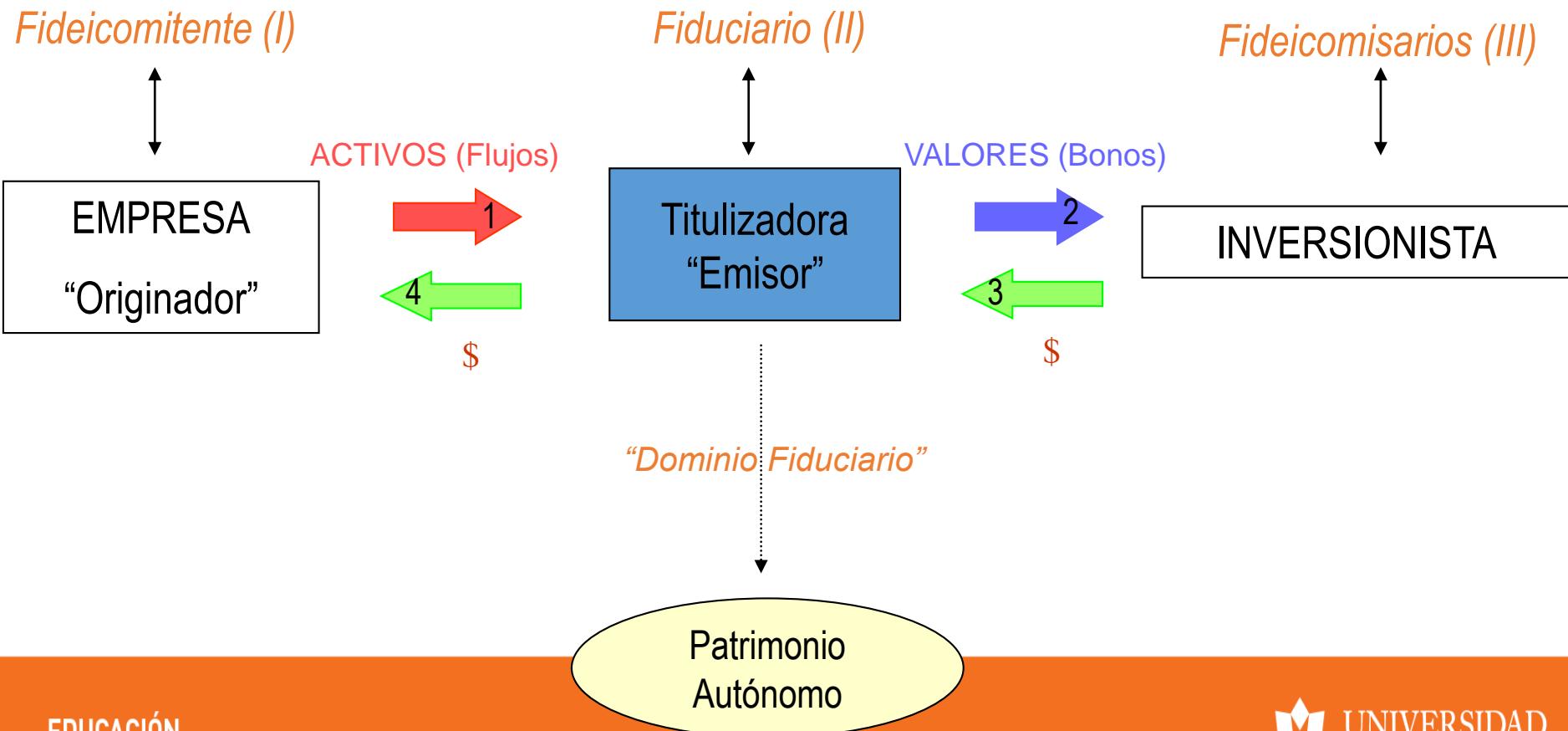
Generalmente, este tipo de instrumentación de créditos surge de quienes tienen en su activo una importante cartera de derechos autónomos de crédito (títulos de créditos) y/o derechos instrumentados bajo condiciones homogéneas (similares tasas, plazos, etc.), tales como créditos hipotecarios, prendarios, o cupones (flujos de pagos) de tarjetas de crédito entre otros.

# Titulación: colocación

Generalmente la colocación (primaria) de los titulos se dirige hacia dos sectores del mercado:

- A través de las sociedades de objeto especial (por ejemplo un fideicomiso financiero) se ofertan obligaciones negociables que en general son tomadas por inversores institucionales (AFP, Cías. de Seguros, entidades financieras: tesorerias de Bancos, Family Offices entre otras).
- A través de los fondos comunes de inversión (fondos mutuos) se colocan cuotapartes que son captadas en su gran mayoría por inversores individuales (pequeños y medianos ahorristas).

# Titulación de activos: gráficamente



# Proceso de titulación de activos: actores

Las partes actuantes en el proceso de la titulización de créditos son:

## A) El originante:

Es la una entidad que posee créditos otorgados (ya sean hipotecarios u otros como los anteriormente nombrados), los cuales, en cada caso, deben ser homogéneos respecto a sus condiciones, es decir, tener similares condiciones en cuanto a tasas, vencimientos parciales, riesgo y plazos; el originante seleccionará la cartera a ser securitizada.

# Proceso de titulación de activos: actores

## B) El vehículo:

Es la figura jurídica a la cual el originante le transferirá la cartera a securitizar, para que éste la distribuya con sus esfuerzos o a través de un underwriter (agente colocador de una emisión).

El vehículo puede ser una sociedad de objeto único (sería el fiduciario en las operaciones de fideicomiso financiero) establecida en condiciones especiales a los efectos de que los activos transferidos solo asuman el riesgo de su propio cobro y no el del vehículo y/o sus directores o una sociedad gerente de un fondo común de inversión.

## C) El inversor:

Es el sujeto individual o institucional, y es quien tomará los títulos valores emitidos por el vehículo.

# Proceso de titulación de activos: actores adicionales

## **1) El administrador de la cartera:**

Puede ser el originante, que a pesar de haber transferido su cartera de créditos, continúa administrándolos (por lo cual puede percibir una comisión) a su vez el administrador puede ser un tercero diferente del originante.

## **2) El depositario:**

Generalmente esta figura coincide con el originante, sobre todo, cuando éste es una entidad financiera, pero también se pueden depositar los instrumentos en un tercero (por lo cual éste percibirá una comision).

# Proceso de titulación de activos: actores adicionales

## 3) La Sociedad Clasificadora de Riesgo:

Es una sociedad ajena a las partes, creada con el fin de calificar el riesgo (Rating) de las carteras homogéneas de créditos que respaldan las colocaciones de Obligaciones Negociables o cuotapartes.

El output (o salida) de esta entidad es una nota o calificación (Rating) que indica el riesgo que, a juicio de ella, tiene el título evaluado.

(\*) Ver lamina Clasificadora de Riesgo

# Titulación : riesgo

El riesgo para el inversor está dado por la posibilidad del no cobro en tiempo y forma de lo pactado con respecto a la amortización de capital e intereses correspondientes a los títulos o cuotapartes, respaldados por créditos hipotecarios, en los que él invierte.

# Titulación : clasificadora de riesgo

**A) Evalúa el conjunto de activos** (características intrínsecas). Cuando hacemos referencia a las "características intrínsecas" la CdR analiza las garantías que tienen el título o la cuotaparte, según sea el caso, por ejemplo, si son letras hipotecarias, las garantías son las hipotecas. Si fueran flujos depagos (amortizaciones de Tarjetas de Credito) analizaran la calidad y la morosidad de los pagos.

**B) Las mejoras crediticias** ("credit enhancements"). Cuando nos referimos a las "mejoras crediticias" del título, estamos hablando de ciertos mecanismos creados con el fin de disminuir el riesgo de incobrabilidad de los inversores que van más allá de la garantía real de los créditos, por ejemplo a través de estructuras de subordinación de deuda, fondos de reserva, garantías especiales, etc.

# Titulación: clasificadora de riesgo

**C) El garante:** Debe cubrir el riesgo del cumplimiento del cobro de los activos securitzados, generalmente es una compañía de seguros, o también puede ser otra entidad financiera.

En definitiva, para saber en cuánto se beneficia la entidad securitizante en materia de traspaso de riesgo hay que comparar el **beneficio** que ella obtiene por poder previsionar versus el **costo** en el que incurre al pagar tasas más altas en la clase más riesgosa del título emitido, a causa de no haber garantizado por sí misma la emisión.

# Estructura de titulizaciones

En los mercados más avanzados en el proceso de Titulación (securitización) de activos se han diferenciado tres tipos de estructuras básicas en su implementación:

## 1) Pass-Through:

En esta modalidad el originante transfiere su cartera homogénea a securitzar al vehículo (fiduciario o fondo común de inversión cerrado de créditos), quien emite contra esa cartera títulos valores (fiduciario) o cuotapartes (fondos comunes cerrados de créditos) y cuyo pago estará ligado al flujo de fondos emergentes de dichos activos.

En esta modalidad la cartera a securitzar "sale" del activo del originante.

# Estructura de titulizaciones

## 2) ABB (Asset Backed Bonds):

Es una emisión de títulos garantizados, donde la cartera securitizada "no sale" del activo originante, sino que éstos garantizan el pago de títulos valores emitidos por el propio originante, con lo cual los activos emitidos se encuentran sobregarantizados.

## 3) Pay-Through:

Es una combinación de las operaciones anteriores, donde los activos se afectan al pago de los intereses y amortizaciones de la emisión (característica de la modalidad pass-through) pero la cartera a securitzar "no sale" del activo del originante (característica de la modalidad ABB).

# Titulación: ventajas

## Para el originador:

El aumento de liquidez para la adquisición y negociación de activos financieros.

Transforma un activo relativamente líquido (cuentas a cobrar) o altamente

inmovilizado (créditos hipotecarios) en efectivo.

Mejora el ciclo operativo de la empresa.

Permite la capacidad de crecimiento.

Sirve para gestionar riesgos.

Se reduce el nivel de activos improductivos.

# Titulación: ventajas

## Para el inversionista:

Le permite tener nuevas oportunidades de inversión.

Es especialmente atractivo el instrumento para inversionistas institucionales.

El título titulado tiene liquidez, es comercializable y tiene un valor de mercado.

Le permite obtener un activo de mejor riesgo que el del originador.

# Activos a titulizar

## Carteras

Hipotecarias (Flujos de Pagos de amortizaciones mensuales)

Tarjetas de crédito (Flujos de Cuotas Mensuales)

Préstamos estudiantiles (Pensiones Mensuales)

De consumo en general

## Inmuebles

Inmueble terminado

Proyecto

## Flujos futuros

Ventas futuras (derechos de autor)

Impuestos (impuestos municipales: arbitrios)

Servicios públicos (luz, teléfono)

Obras infraestructura (peajes)

# Conclusiones

La titulización de activos es un programa financiero múltiple, que mediante la transferencia de activos ilíquidos a un patrimonio de propósito exclusivo, permite la emisión de valores mobiliarios respaldados por él.

La principal función económica de la Titulización de Activos es el financiamiento.

# Conclusiones

La titulización es considerada como una herramienta de profundización financiera.

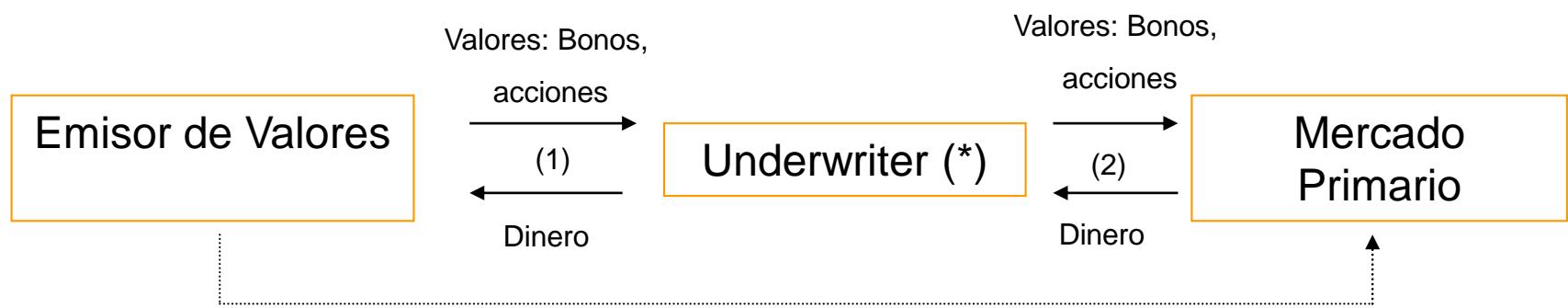
Mediante el programa de titulización se logra obtener liquidez mediante la Independización de activos generadores de flujos de efectivo.

La importancia de la existencia de un mercado primario y un mercado secundario es vital para el éxito de un proceso de titulización de activos.

# **Underwriting**

# Underwriting: gráficamente

Operación mediante la cual una entidad denominada “Underwriter”, prefinancia <sup>(1)</sup> a la sociedad “emisora” de valores, aquellos recursos que obtendría como resultado de la colocación de dichos valores en el “mercado primario”<sup>(2)</sup>, garantizándole así su colocación (total o parcial) en un plazo determinado.



(\* ) Generalmente el “underwriter” (Banco de Inversión), re-coloca los valores al mercado (2), a un precio más alto (obtiene una ganancia ó prima).

El *underwriting* generalmente es realizada a través de la división de “banca de inversión” de una entidad financiera (*underwriter*). Esta sola o organizada en consorcio, se compromete a colocar una emisión o parte de ella, para su posterior reventa en el mercado.

La técnica del *underwriting* ha demostrado ser un mecanismo que encamina el proceso de evolución de los Mercados de Capitales del mundo. Permite aplicar nuevos y alternativos mecanismos para el desarrollo económico.

Permite a una empresa ofrecer al público títulos de deuda (Bonos) ó de Capital (acciones) para financiar su constitución o sus proyectos de Inversión.

Generalmente estas colocaciones se denominan “IPO’s”: Initial Public Offerings y han sido un motor del para el desarrollo del Mercado de Capitales en los últimos años (en países desarrollados).

# Participantes en el proceso

## Empresa emisora:

Empresa que emitirá los instrumentos y que contratará al intermediario para obtener los recursos.

## Gerente del proyecto:

Sus funciones son las de evaluar la capacidad de la empresa, especificarle las opciones financieras, proponer el precio, prepara el prospecto de una emisión, etc.

## Banco de inversión:

Entidad especializada en la intermediación de los títulos valores.

## Underwriters:

Su función es la de asumir el riesgo de mercado y garantizar a la empresa emisora los recursos convenidos al colocar (ó no) la emisión en el Mercado.

### Agente colocador:

Reciben una comisión, generalmente un porcentaje (%) por la colocación de los títulos valores.

### Asesor legal:

Realizan los procedimientos y la documentación necesaria para asegurar la legalidad del procedimiento.

### Inversionista:

Personas naturales o jurídicas que adquieren los títulos emitidos ya sea a través del mercado de capitales (colocación pública) ú en forma privada.

### Agente regulador.

# *Underwriting: modalidades*

## **1) Colocación en firme:**

Realiza el pago de la emisión total en forma inmediata al emisor de valores, posteriormente se encarga de colocar los títulos en el mercado por su cuenta y riesgo, es decir, el underwriter financia directamente al emisor.

## **2) Colocación garantizada:**

El underwriter garantiza que la colocación se hará en un plazo determinado y de no ser así, el underwriter adquiere las acciones o títulos no vendidos.

## **3) Colocación al mejor esfuerzo:**

El underwriter se compromete únicamente a vender los títulos valores o acciones que pueda colocar en el mercado, y no se compromete a comprarlos.

# *Underwriting: modalidades*

## **4) Colocación de todo o nada:**

Primeramente el *underwriter* buscará promesas de suscripción de posibles Clientes durante un plazo determinado. Si logra la colocación del total de valores , esta se lanza al mercado; en caso contrario, la compañía emisora no realiza la emisión.

# Comentarios

## Ventajas

Alternativa de financiamiento para empresas a largo plazo.  
Genera una cultura financiera y bursátil en los potenciales inversionistas.  
Estimula la distribución amplia y masiva de títulos valores (deuda: Bonos y capital: Acciones).  
El emisor puede obtener la liquidez que requiere.

## Desventajas

Aun existe un escaso desarrollo del mercado accionario local.  
Falta de entidades financieras dispuestas a asumir mayores riesgos de colocación (*Underwriting*) y sobretodo empresas (emisoras) que deseen ampliar su capital accionario.  
Paralelamente existe la necesidad de un mayor desarrollo de la Banca de Inversión.

# **Anexo I:**

## **Casos reales**

## **titulación de activos**

# Titulación ejemplo: flujos generados por ventas futuras

Tomaremos como ejemplo un caso bandera muy interesante e ilustrativo, el cual se realizó por una cadena de supermercados muy conocida en el mercado local (Wong) y a través de una institución financiera nacional de primer orden (Interbank, BBVA).

En su momento, se constituyó un Patrimonio en Fideicomiso de los “Bonos de Titulización” producto de la cesión de los derechos sobre los generados por las ventas futuras realizadas con tarjetas de crédito emitidas por los bancos Interbank, Continental y Santander (hoy BCP).

# Titulación ejemplo: flujos generados por ventas futuras

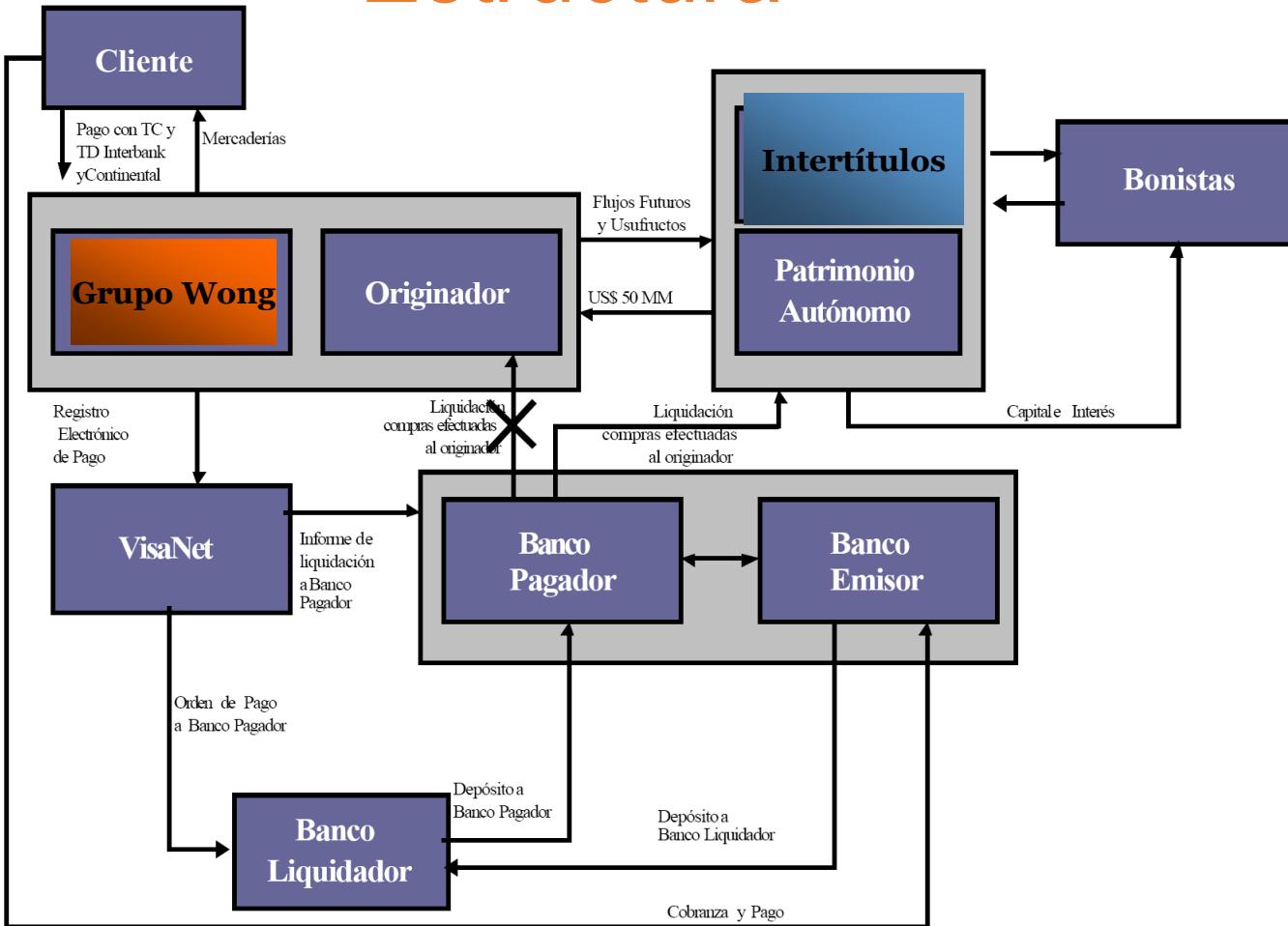
Se colocaron en el mercado primario los “bonos de titulización Wong & Metro” por US\$50 MM, los cuales pagaban intereses trimestralmente a una tasa de 8.25% anual. La amortización del principal se realizó en cinco cuotas iguales anuales a partir de un año de realizada la emisión. Wong y Metro tuvieron el derecho mas no la obligación (prerrogativa) de redimir anticipadamente en forma parcial o total la emisión a partir del segundo año de emitidos los Bonos.

Los recursos obtenidos por dicha colocación/emisión fueron aplicados a la reestructuración de pasivos del Originador (Supermercados E.Wong y Metro), es decir se convirtieron los pasivos de corto plazo CP a pasivos de largo Plazo LP, con los beneficios económico-financiero que esto ultimo implica.

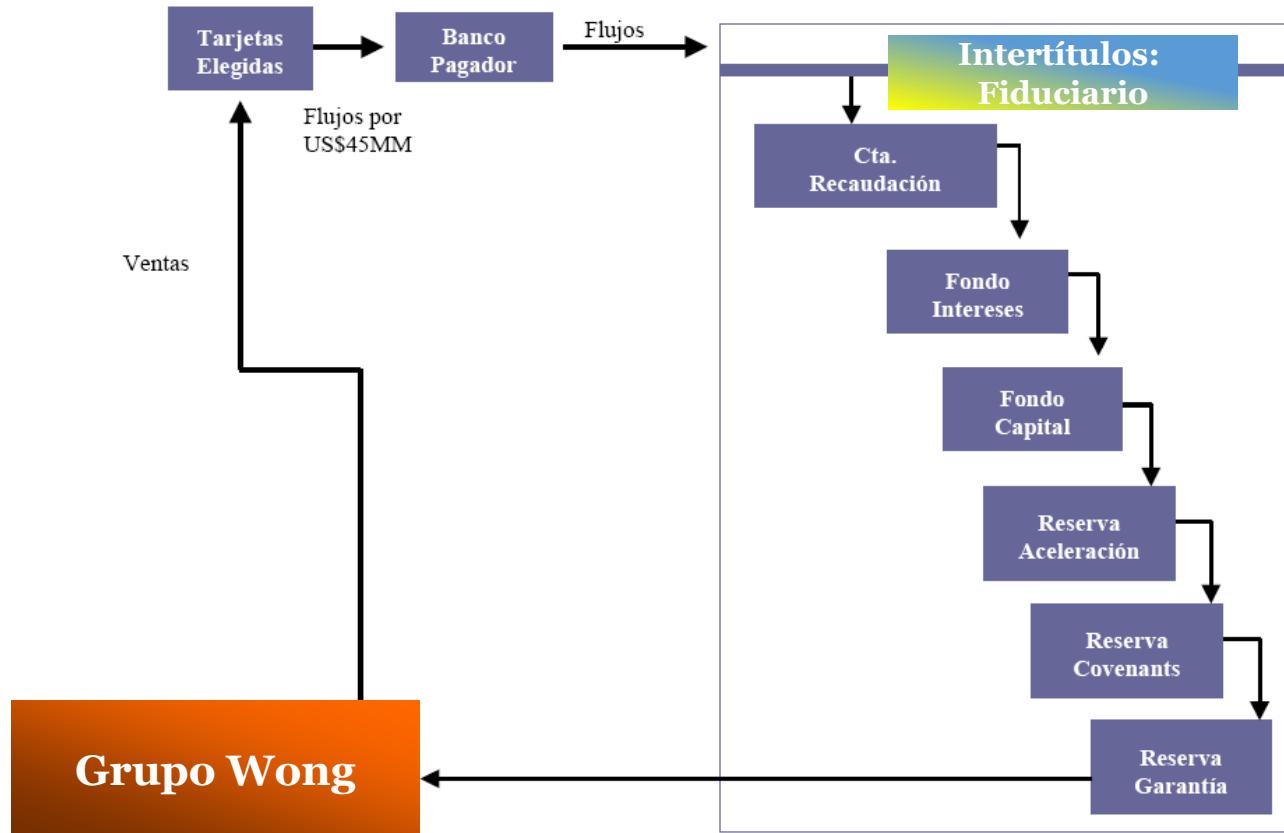
# Titulación ejemplo: flujos generados por ventas futuras

Los bonos obtuvieron un Rating por parte de las Clasificadoras de Riesgo de “AA (pe)” que correspondio a una muy alta capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros, reflejando un muy bajo riesgo crediticio. Esta capacidad no es significativamente vulnerable a eventos imprevistos.

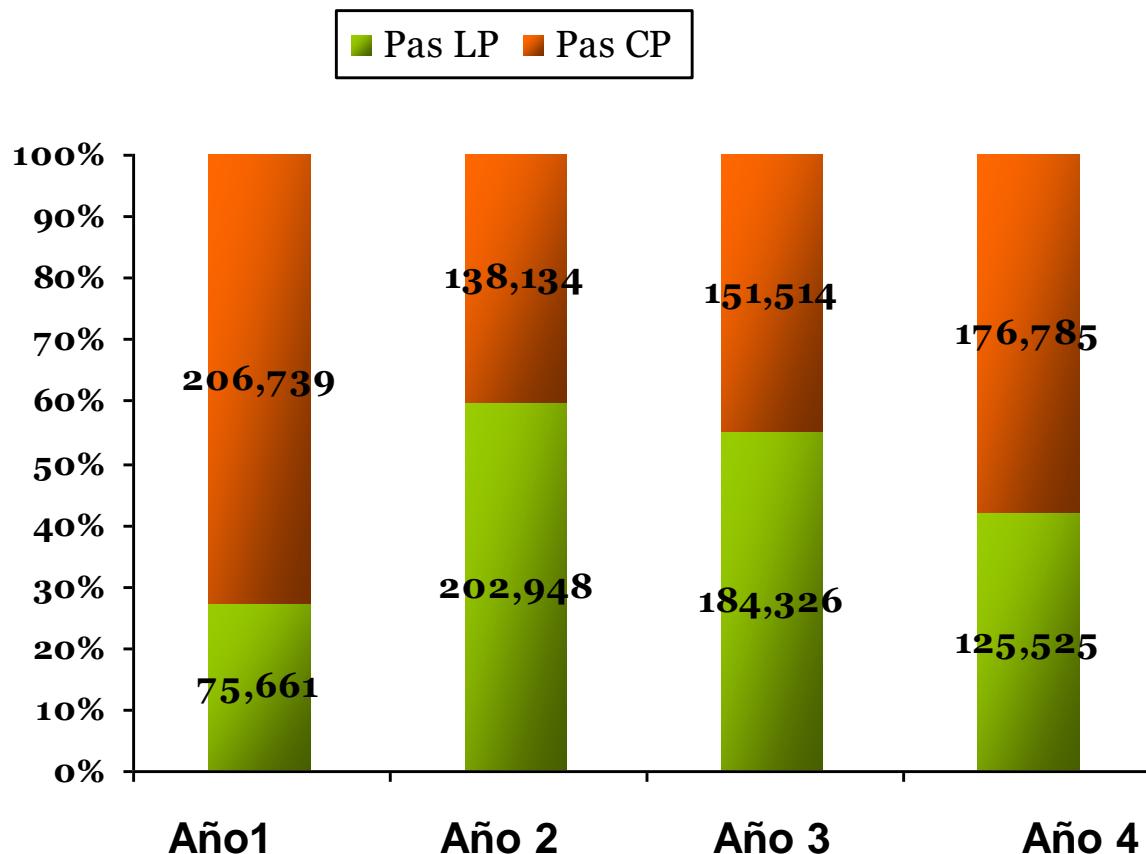
# Estructura



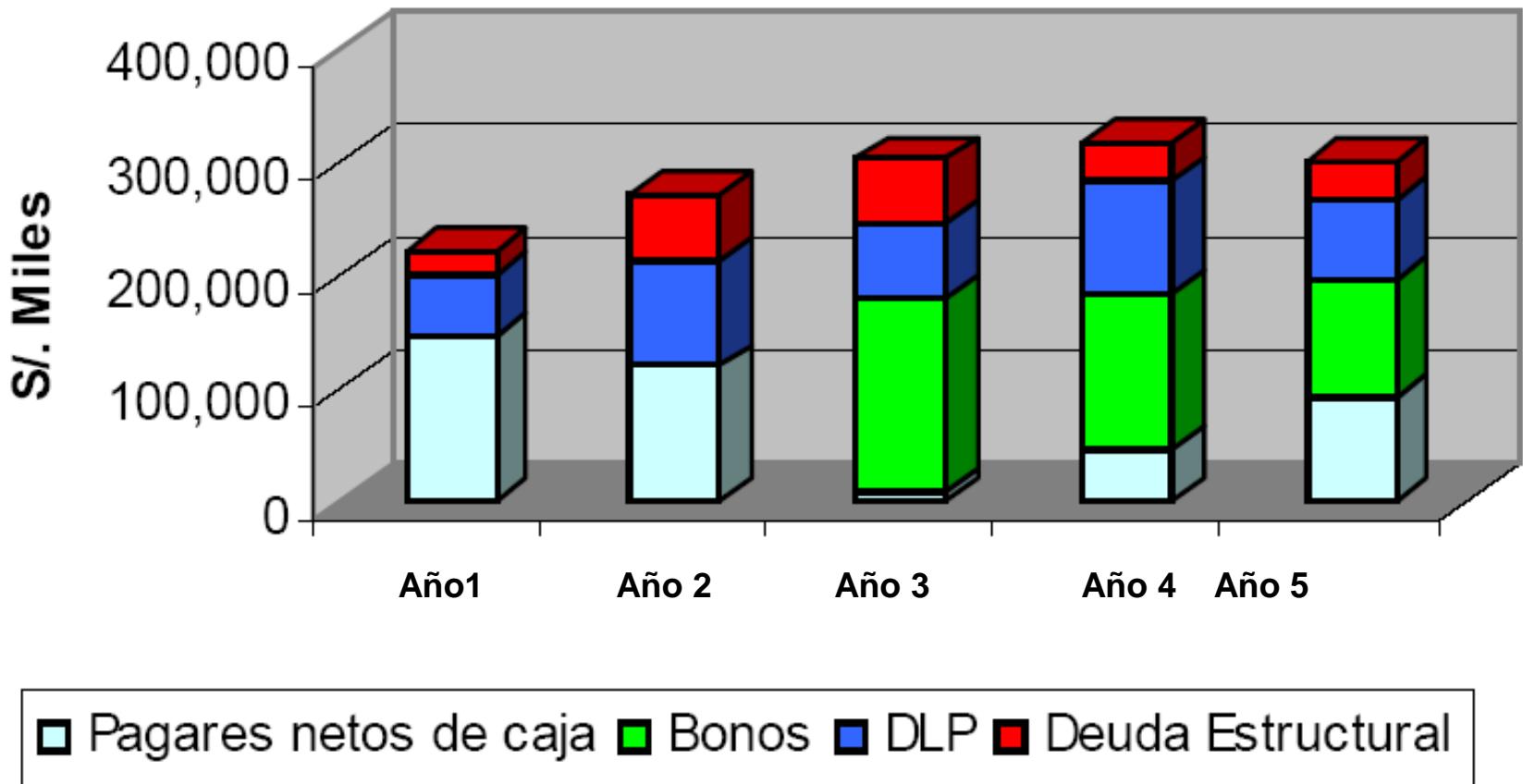
# Movimiento de flujos



# Composición del pasivo CP vs LP



# Composición del pasivo CP vs. LP



# **Anexo II:**

## **Casos reales**

## **Titulación de activos**

# Titulación ejemplo: flujos generados por ventas futuras

Tomaremos otro ejemplo el cual se realizó por una empresa del sector minero no metálico (Quimpac: producción y comercialización de sal , soda caustica y otros productos químicos) que adquirió el complejo químico papelero Paramonga ampliando sus operaciones en la industria papelera en general.

En términos de ingresos, la compañía registraba ventas anuales consolidadas que bordeaban los \$72 MM: químicos 50%, sales 25%, papeles 25%. Ventas: en mercado interno 70% y exportaciones 30%.

# Titulación ejemplo: perfil del originador

Con respecto a su situación financiera tenía bajos niveles de liquidez, baja rotación en cuentas por cobrar, el período de cobranza se venia incrementando (de 17 a 73 días). El nivel de endeudamiento era de \$46 MM a una tasa ponderada de 12% Plazos de vencimiento de deuda muy cortos (promedio 2.05 años).

Se llego a esa situación económica - financiera adversa debido en parte a la situación de recesión que se vivía en aquel momento, la cual no favoreció a la empresa quien dentro de su estrategia era brindar mayores facilidades a sus clientes en la línea de papel, con la finalidad de posicionarse en el mercado.

# Titulación ejemplo: Objetivo del originador

Se estimó que la reestructuración de su deuda financiera con instituciones locales, en base a los recursos que se obtengan a través de la operación de titulización de flujos futuros, le permitirá mejorar la estructura de plazos que actualmente mantiene la compañía con una concentración en deuda a corto plazo, convirtiéndolas a deudas de largo plazo.

# Titulación ejemplo: características de la Emisión

Bonos de titulización

Monto \$ 20 MM

Rentabilidad de 9.75% anual

Plazo de 7 años

Riesgo AA+ según Apoyo y Asociados & Equilibrium Bank Watch

# Titulación ejemplo: patrimonio a Titular

El patrimonio autónomo que respaldará el pago de los intereses trimestrales durante 7 años y del principal al final del período, estuvo conformado por las ventas futuras a empresas como Alicorp, Sedapal, Relapasa, Backus, Southern, etc.

# Anexos : resumen y conclusiones

# Resumen y conclusiones

- Cuando las empresas disponen de ciertos tipos de activos con capacidad de generar un flujo de caja y esto es percibido por el mercado financiero y de capitales como una importante fuente de fondos para el repago de las obligaciones, se da lugar a una nueva fuente de financiación para las empresas, garantizando esta operación con activos ociosos o de bajo rendimiento.
- El fideicomiso financiero se transforma en un instrumento para obtener capital de trabajo sin mayor endeudamiento. Constituyen una importante fuente de financiación de proyectos de inversión y refinanciación de pasivos.

# Resumen y conclusiones

- El costo bajo del endeudamiento se explica fundamentalmente por el descenso del riesgo de no pago y las garantías operacionales. La separación de riesgos comerciales y de gerenciamiento también debería influir en la reducción de tasas de costo de capital.
- Dado que los certificados de participación y los títulos de deuda son negociables, es posible obtener cierto nivel de liquidez comprando y vendiendo estos activos financieros en el mercado secundario.

# SESIÓN 8

## FIBRA, FIRBIS

# FIBRA Y FIRBIS

# FIBRA Y FIRBIS

**FIBRA** es un fideicomiso de titulación (titulización) para la inversión en renta de bienes raíces que tiene como objetivo desarrollar proyectos inmobiliarios ya sea adquiriendolos, construyendolos y posteriormente alquilarlos. Al ser una FIBRA, un fideicomiso que se encarga de rentar y administrar un portafolio de bienes inmuebles (residencial, edificios de oficinas, centros comerciales, hoteles, hospitales, etc.), busca que las propiedades del fideicomiso estén diversificadas por tipo de inmueble, así como por número, tipo de inquilinos y por localización geográfica.

Los FIBRAS son una mezcla de inversión en renta fija (RF) e inversión en renta variable (RV), ya que ofrecen a los inversionistas pagos periódicos continuos, a la vez que les permite obtener plusvalías de capital en virtud de la apreciación de los inmueble.

# FIBRA Y FIRBIS

La renta fija se obtiene al distribuirse entre los tenedores de los certificados hasta el 95% de las utilidades por concepto de la renta.

La renta variable se obtiene en la compra venta de los certificados a través de la bolsa de valores.

# FIBRA Y FIRBIS

**FIRBI** es un fondo de inversión aplicado a negocios relacionados al sector inmobiliario (Real Estate) en renta de bienes inmuebles, cuya finalidad es la de realizar inversiones en proyectos inmobiliarios.

Ambas son empresas inmobiliarias *eficientemente tributariamente*, las cuales ofrecen rentas regulares y una apreciación potencial de capital.

# FIBRA Y FIRBIS: ORIGEN

El origen de las FIBRA y de los FIRBI son los llamados Real Estate Investment Trust (**REITS**) que fueron creados como vehículos de inversión inmobiliaria eficiente tributariamente que generan rentas regularmente a través de dividendos. Es importante mencionar que los REIT's son considerados como un “Asset Class” distinto a los tradicionales de renta variable (acciones) o de renta fija (bonos). Son parte importante de cualquier mercado desarrollado y forman parte de los principales índices bursátiles mundiales. Estos instrumentos son listados y negociados en bolsa cuyo carácter es principalmente inmobiliario (invierten en: almacenes industriales, hoteles, oficinas, cines, centros comerciales, residencias etc) los cuales brindan un dividendo periódico y la correspondiente apreciación de capital del propio valor de los títulos.

# FIBRA Y FIRBIS: ORIGEN

En resumen, estos tipos de instrumentos de inversión ya tienen algunos años operando en otros mercados internacionales, donde son conocidos como REITS y han demostrado su capacidad de obtener atractivos rendimientos y ser una adición valiosa para la diversificación de portafolios.

# ESQUEMA: PASOS

- 1) Se crea un fideicomiso que administrará los bienes en renta.
- 2) El dueño o dueños de ciertos inmuebles los otorgan al fideicomiso, a cambio de una contraprestación económica. Durante la vida del fideicomiso se pueden realizar nuevas adquisiciones para ampliar el portafolio inmobiliario.
- 3) El fideicomiso coloca certificados de participación (colocación primaria) en la bolsa de valores para que el público inversionista pueda participar en él, y del dinero levantado se paga a los dueños.

# ESQUEMA: PASOS

- 4) El fideicomiso es administrado por expertos en el mercado de bienes raíces que se encargan del mantenimiento mercadotecnia y administración de los bienes inmuebles.
- 5) El 95% de la utilidad anual obtenida de la renta de los bienes se distribuye entre los tenedores de los certificados.
- 6) Cuando el inversionista requiere liquidez, utiliza su casa de bolsa (agente de intermediación) para vender su participación en el fideicomiso.

# FIBRAS: REQUISITOS

Para que el fideicomiso se considere una FIBRA y goce de los beneficios fiscales descritos, se debe cumplir con los siguientes requisitos:

## A) Restricción de inversiones :

Al menos el 70% de los activos de la FIBRA deben estar invertidos en inmuebles, el remanente en depósitos en entidades bancarias y otras inversiones de bajo riesgo

# FIBRAS: REQUISITOS

## B) Distribución de dividendos:

Se debe realizar distribuciones de dividendos a los tenedores de CPs (Certificados de Participación) equivalentes a por lo menos el 95% de las utilidades distribuibles del ejercicio una vez al año

## C) Restricción en venta de activos :

Inmuebles no pueden enajenarse dentro de los primeros 4 ejercicios desde su adquisición o el término de su construcción

## D) Vinculación:

En caso una persona natural, conjuntamente con sus vinculados, tengan una participación mayor al 20% en la FIBRA, perderán la tasa de 5% sobre el IR.

# FIBRAS: VENTAJAS Y BENEFICIOS

- Generalmente los rendimientos son estables y de largo plazo.
- Obligación de repartición de rentas vía dividendos.
- Rendimientos por apreciación de valor de inmuebles.
- Protección contra inflación y tipo de cambio.
- Tiene baja correlación con otras clases de activos.
- Niveles competitivos del pago de dividendos (*dividendo yield*).
- Capacidad de apalancamiento podría contribuir en el crecimiento.
- Economía de escala (crecimiento) beneficia la estructura de costos.

# FIBRAS: VENTAJAS Y BENEFICIOS

- Posibilidad de listarse en la BVL otorga liquidez a los CP's.
- Capacidad de acceder a fondeo en el mercado de capitales.
- Exigencias de buen gobierno corporativo.
- Existe interés por parte de los Inversionistas en vehículos con estas características(FIBRAs)
- Actualmente existen pocos (escasez) instrumentos financieros similares en el mercado local.

# FIBRAS: OTRAS BONDADES

- Actúan como un fondo ya que integran un portafolio de propiedades inmobiliarias. Son muy parecidos a un título accionario porque tienen ganancias de capital por el incremento de su precio de mercado.
- Las rentas de dichos inmuebles se reparten periódicamente a manera de dividendos. Los dividendos pagados por la generación de rentas son relativamente predecibles, lo hace parecer que se trata de un instrumento de renta fija.
- La revaluación de los inmuebles se refleja en el valor del certificado de participación inmobiliaria, lo hace un instrumento de renta variable.

# FIBRAS: VENTAJAS Y BENEFICIOS FISCALES

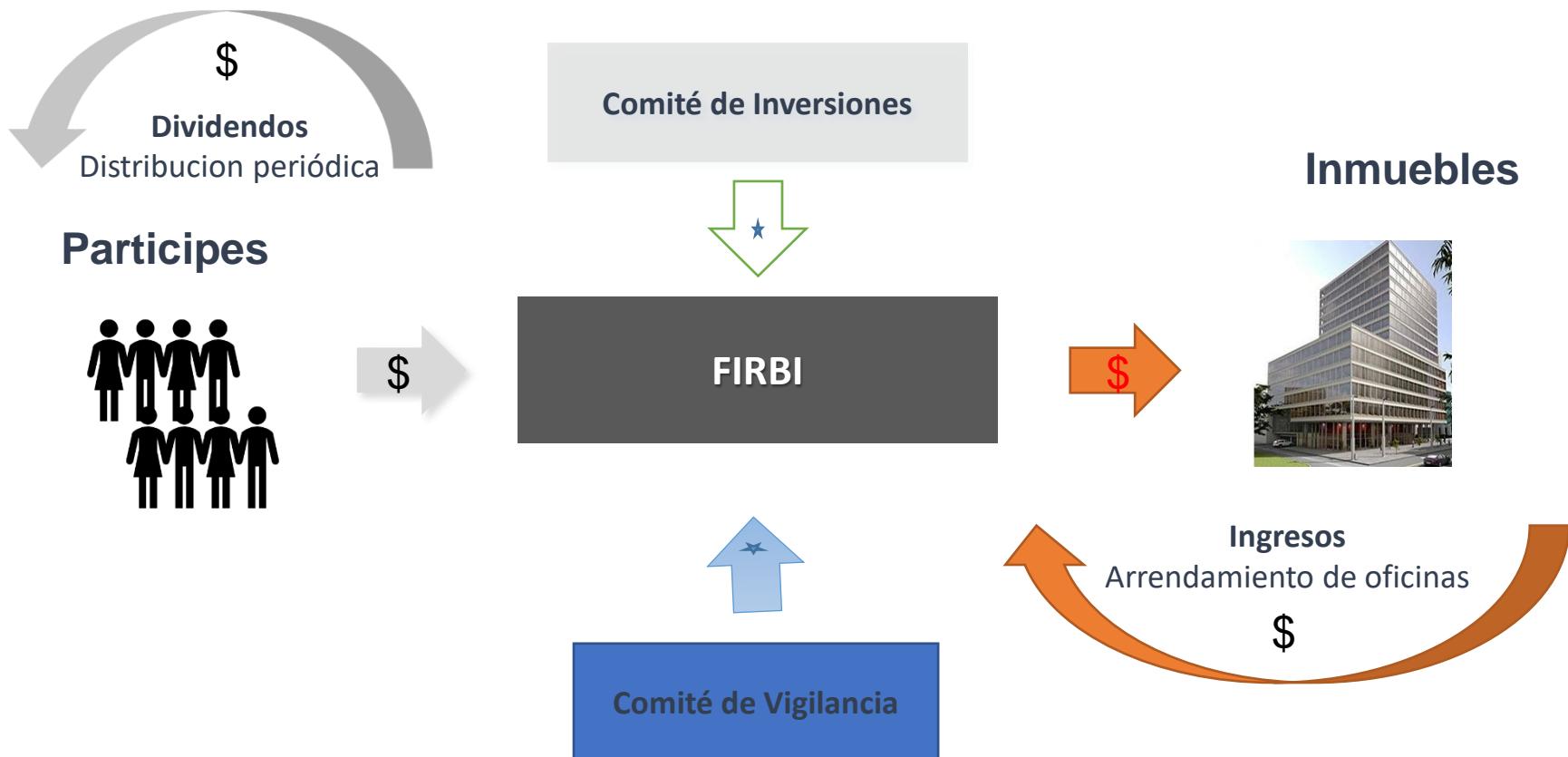
- Permite el diferimiento de IR para los aportantes de inmuebles hasta que se vendan activos o venta de CPs (Certificados de Participación).
- En las Rentas originadas por arrendamientos el IR será de 5% para personas naturales (Domiciliada y No domiciliada), salvo exista Vinculación, es decir si su grupo vinculado tiene >20% de CPs se pierde el beneficio.
- Las AFP's y Cias. de Seguros respecto de las inversiones que respaldan sus reservas técnicas, no tributan sobre utilidades generadas por la FIBRA dado a que es un vehículo transparente (fideicomiso), ello convierte a la FIBRA en un activo tributariamente eficiente para Inversionistas Institucionales.

# FIBRAS: IMPUESTOS

- El patrimonio fideicometido está sujeto al régimen tributario peruano.
- El patrimonio fideicometido no es contribuyente del Impuesto a la Renta.
- De acuerdo a lo establecido en el acto constitutivo, las utilidades (pérdidas), rentas o ganancias de capital que se generen serán atribuidas al originador.

# FIRBI FUNCIONAMIENTO COMITÉS

# FIRBI :CÓMO FUNCIONA



# COMITÉS : FUNCIONES

## De inversiones:

1. Aprobar la estrategia de inversión y coinversión del fondo.
2. Analizar las oportunidades de Inversión, de acuerdo con los lineamientos y la política de Inversiones del fondo.
3. Aprobar las Inversiones Inmobiliarias y los términos en los que invertirá, convertirá y desinvertirá el fondo.
4. Evaluar y efectuar seguimientos a las Inversiones Inmobiliarias que integran el fondo.

# COMITÉS : FUNCIONES

## De vigilancia:

1. Velar porque la Sociedad Administradora cumpla con lo dispuesto en la Ley y en el Reglamento de Participación.
2. Acceder a la siguiente información:
  - Evolución del portafolio de inversiones
  - Estados financieros del fondo y explicación de las principales cuentas del fondo
3. Revisar los gastos y comisiones de cargo del fondo
4. Aprobar los aumentos de capital del fondo, así como los plazos y condiciones

# DIVERSIFICACIÓN

## Distribución por sector :

Se refiere en que sector se desenvuelve el giro del negocio en donde se realiza la inversión inmobiliaria (logística, hotelería, banca, centro comercial, cine, hotel, almacenes, etc.).

## Distribución por arrendatario:

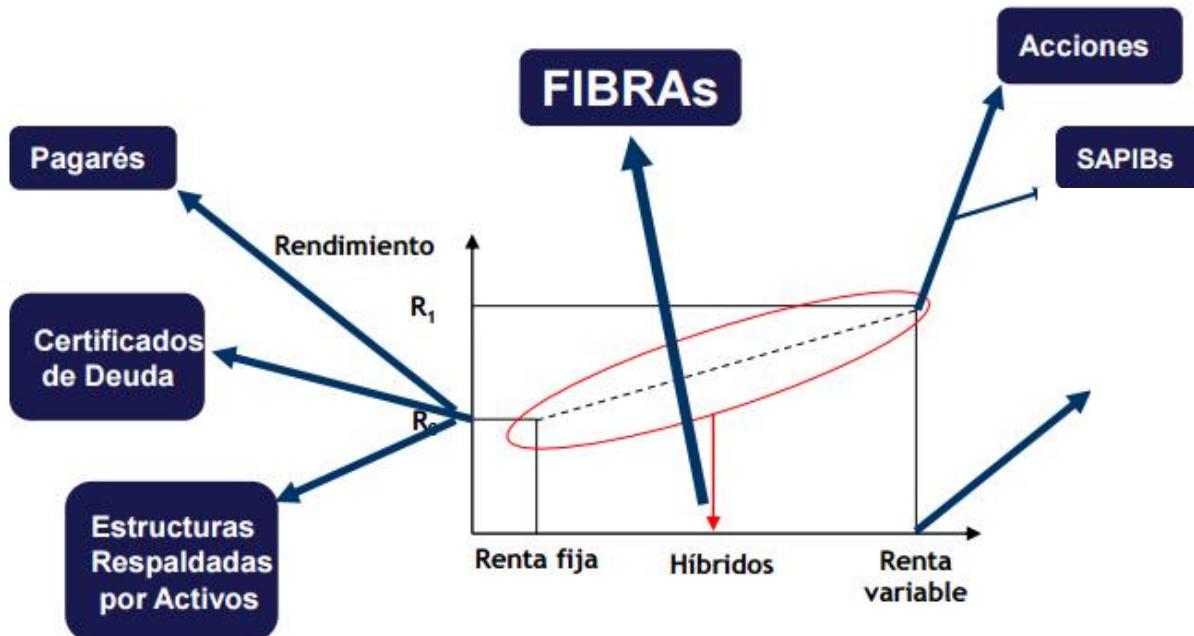
Se refiere a cual es la empresa con la que se realiza el contrato de alquiler.

## Distribución por inmueble:

Se refiere a la ubicación geográfica de los locales .

# FIBRAS: RELACIÓN RIESGO vs RENDIMIENTO

*La Fibra es una nueva clase de activo que permite al inversionista invertir en bienes raíces en un instrumento líquido con características de renta fija y renta variable*



# FIBRAS: IMPORTANCIA

## Para los pequeños inversionistas:

- Acceso a una nueva clase de activo, con atractivos dividendos y potenciales ganancias de capital.
- Oportunidad de invertir en el sector inmobiliario a bajos costos de transaccion.
- Acceso a un instrumento liquid con relacion a la baja liquidez de los activos inmobiliarios

# FIBRAS: IMPORTANCIA

**Para los inversionistas institucionales:**

- Mejora la diversificación de los portafolios.
- Beneficios fiscales en términos de distribuciones y ganancias de capital.
- Es un instrumento que se va ajustando a la inflación.

# FIBRAS: IMPORTANCIA

## Para el Estado:

- Disminuye los incentivos para evadir impuestos, particularmente en el caso de pequeños inversionistas.
- Promueve la inversión local y extranjera, beneficiando al sector construcción.

# FIBRAS: IMPORTANCIA

## Para el país y sector inmobiliario:

- Reduce la brecha de competitividad con otros mercados emergentes de la región donde actualmente existe este tipo de instrumentos.
- Puede ser un mecanismo para inversionistas de capital de riesgo (venture capital).

# FIBRAS: IMPORTANCIA

**Para desarrolladores inmobiliarios:**

- Diversifica las fuentes de financiamiento.
- Acerca la brecha entre desarrolladores con altos estandares de operacion y la disponibilidad de instrumentos financieros.
- Disminuye el costo de capital y deuda debido a su acceso a mercados publicos.

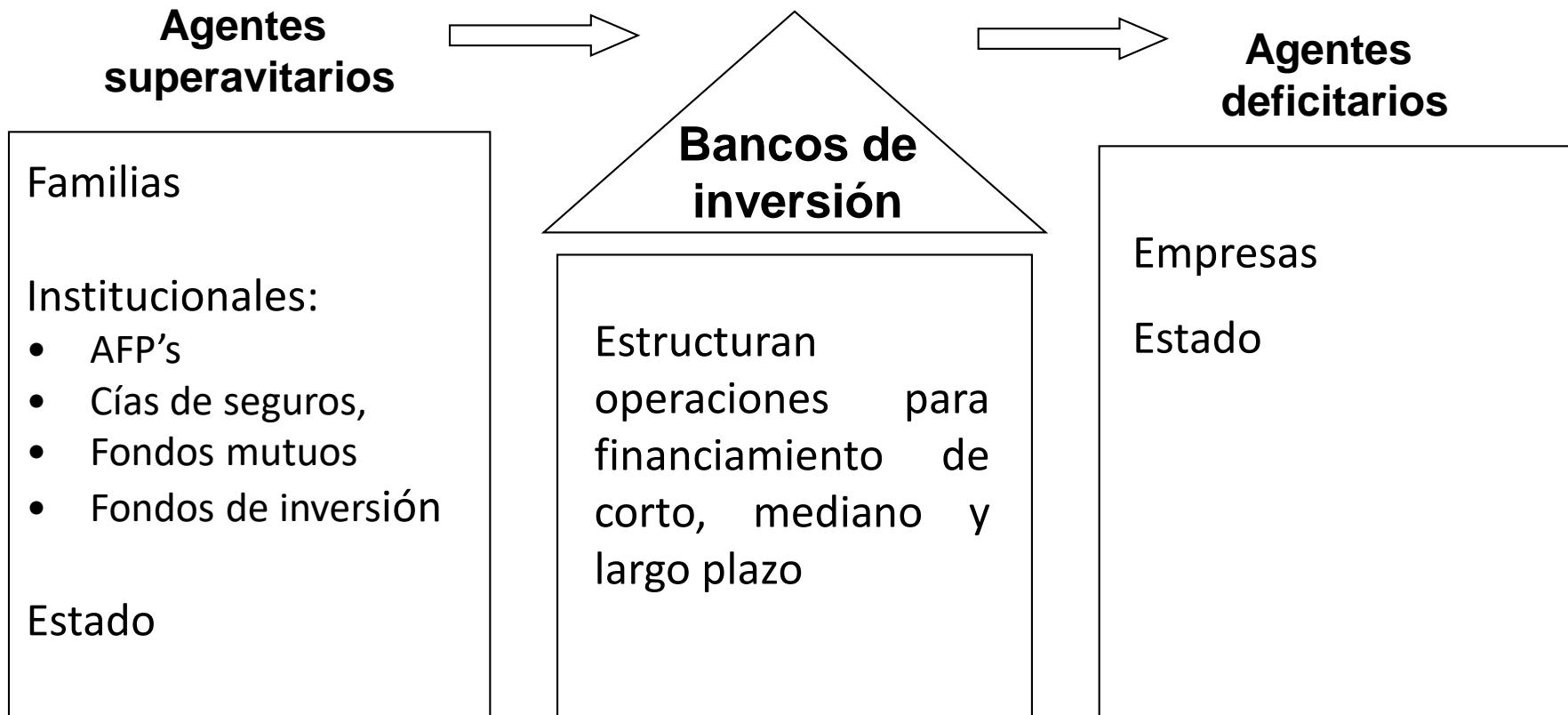
# FIBRAS: CONCLUSIONES

- Invertir en una Fibra puede ser mas conveniente que invertir directamente en bienes inmuebles.
- Una Fibra es un instrumento bursatil que replica el negocio inmobiliario de rentas. El hecho que sea bursatil implica que se tiene la oportunidad de invertir en el mercado inmobiliario a traves de la BVL y no directamente en bienes inmuebles.
- La Fibra es una nueva clase de active que permite al inversionista invertir en bienes raices en un instrumento liquido con caracteristicas de Renta Fija (RF) y de Renta Variable (RV).
- La Fibra es un instrumento similar a los Real Estate Investments Trusts o REIT's que han operado en los EEUU por mas de 50 años.

# Sesión 9

# Banca de inversión

# INTERMEDIACIÓN DIRECTA



Instrumentos y operaciones financieras de corto, mediano y largo plazo

# BANCA DE INVERSIÓN

Es importante cubrir dentro del tema de las colocaciones primarias el especial y estratégico rol que juega la Banca de Inversión, ya que esta se dedica entre otras funciones a asesorar, estructurar, emitir y apoyar con la colocación de instrumentos financieros y valores (RF y RV) en los mercados, tanto en colocaciones públicas como en colocaciones privadas.

En este sentido debemos de considerar los campos de acciones necesarios para que estos roles y funciones se den de manera fluida y en un entorno seguro. Con el objetivo de estar mas y mejor familiarizado con dichas estructuras y poder tomar una decisión más certera con respecto a la inversión (colocación primaria) que se está evaluando en participar, la idea es de dar una serie de consideraciones Financieras, Contables Logísticas etc. que sirvan como *una guías o pautas* de referencia para analizar y sobretodo mejorar la calidad de las decisiones a tomar y de esta manera lograr los objetivos buscados de la inversión.

# CAMPO DE ACCIÓN: ENTORNO ADECUADO

## Estabilidad política

- Democracia
- Integración Financiera internacional
- Seguridad

## Ventajas macroeconómicas de competencia

- Marco legal específico favorable y simple

## Ventaja competitiva microeconómica

- Gerencia
- Tamaño de inversión
- Demanda insatisfecha

## Marco económico desregulado y promotor de inversión.

# BANCOS DE INVERSIÓN: LEY DE BANCOS

Emitir y colocar en el mercado sus propias obligaciones.

Identificar eventuales socios para sus clientes interesados en la compra de activos o de negocios en marcha.

Prestar servicios de asesoría económica y financiera y valorizar activos y negocios en marcha.

Aceptar y cumplir comisiones de confianza, para promover la inversión, fusión o traspaso de negocios en marcha, la reestructuración de pasivos.

Liquidadora de empresas del sistema financiero y de seguros.

Otras operaciones compatibles con su naturaleza que autorice la SBS con opinión previa del BCR.

# ESTRUCTURA INTERNA DE UN BANCO DE INVERSIÓN

## ÁREA DE FUSIONES Y ADQUISICIONES:

Se encarga de efectuar el análisis de compraventa de una empresa, subsidiaria o división a solicitud de un cliente, contactando al comprador o vendedor.

- Acuerdo en principio sobre la transacción.
- Consideraciones de precio.
- Términos de la venta y pago.
- Financiamiento de la Operación.
- Garantías a ser entregadas.
- Finalización del acuerdo.

## ÁREA DE FINANZAS CORPORATIVAS:

- Asesora reestructuraciones financieras.
- Emisión de nuevos instrumentos.

# ESTRUCTURA INTERNA DE UN BANCO DE INVERSIÓN

## AREA DE INTERMEDIACIÓN:

Opera las compras y ventas de valores por los clientes o por cuenta propia.

## ÁREA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS:

Efectúa un análisis técnico y fundamental del mercado. Lo realiza por cuenta propia o de los clientes.

Efectúa informes a ser distribuidos al mercado.

# ESTRUCTURA INTERNA DE UN BANCO DE INVERSIÓN

## ÁREA DE ADMINISTRACIÓN DE CARTERA Y FONDOS MUTUOS:

- Maneja el portafolio de los clientes.
- Proporciona análisis de las inversiones y rentabilidad obtenida.
- Asesora sobre los valores a comprar o vender.
- Evalúa el desenvolvimiento de los Fondos Mutuos o Fondos de Inversión que administra.

## ÁREA DE LIQUIDACIONES Y CUSTODIA:

Se encarga del manejo operativo de la custodia de valores de los clientes. Recabando los dividendos e intereses y manteniendo actualizada la cartera de los clientes .

El área de liquidaciones esta encargada del procesamiento de los pagos y cobros de todas las operaciones relacionadas con sus clientes y cuenta propia.

# MECANISMOS EMPLEADOS POR LA BANCA DE INVERSIÓN

- OFERTAS

## Ofertas Primarias Iniciales (IPOs):

Cuando se colocan por primera vez valores en el Mercado: Publicas y Privadas (Colocación Primaria).

## Ofertas Secundarias:

Son transferencias de valores previamente colocados por oferta primaria: Publicas y Privadas, pueden ser en bolsa o extrabursátiles.

# MECANISMOS EMPLEADOS POR LA BANCA DE INVERSIÓN

- **DUE DILIGENCE (DILIGENCIA APROPIADA):**

Es una revisión minuciosa sobre aspectos financieros, legales, de mercado, operativos y gerenciales a fin de determinar posibles contingencias de la empresa que se quiera comprar, vender o emitir valores.

# MECANISMOS EMPLEADOS POR LA BANCA DE INVERSIÓN

- ROADSHOW:

Es el proceso por el cual se efectúan presentaciones de la empresa emisora a los diferentes clientes inversionistas que selecciona un banco de inversión (ver preventa y posventa):

Exposición del *analista* de mercado del banco de inversión:

- Situación macro económica del país.
- Riesgo político
- Sectores Económicos importantes
- Política monetaria y fiscal
- Sistema financiero
- Evolución de los indicadores económicos del país

# MECANISMOS EMPLEADOS POR LA BANCA DE INVERSIÓN

- ROADSHOW:

Exposición a cargo del *presidente* de la empresa u otro *alto cargo* ejecutivo de la empresa sobre la historia de esta, su gerencia, su mercado objetivo y proyectos específicos.

Asimismo una presentación bursátil sobre la acción y la emisión: valor contable, frecuencia de negociación, volumen, ratios: P/E(x) y su desempeño bursátil histórico y proyectado.

# PROCESO DE VALORIZACIÓN Y VENTA

## DIAGNOSTICO Y VALORIZACIÓN:

- Revisión de la situación patrimonial (*due diligence*)
- Valorización económica de la empresa

## FORMULACIÓN DEL PLAN DE PROMOCIÓN:

- Evaluación del modelo de venta.
- Identificación de inversionistas potenciales.
- Definición de los criterios de pre calificación.
- Preparación del brochure de venta.
- Estrategia de medios nacionales y extranjeros.

# PROCESO DE VALORIZACIÓN Y VENTA

- Contactos con los inversionistas potenciales.
- Solicitud de respuestas iniciales de intereses.
- Evaluación y precalificación de inversionistas potenciales (Solvencia Técnica, Económica Y Moral).
- Preparación e implementación del roadshow (exposición del *Analista de Mercado del Banco de Inversión*, exposición a cargo del *Presidente o alto ejecutivo de la empresa*, y Exposición Bursátil) .

# PROCESO DE VALORIZACIÓN Y VENTA

- Preparación de la Sala de datos (Data Room).
- Definición del precio mínimo.
- Diseño de la subasta.
- Recepción de ofertas.
- Selección del comprador.
- Firma del contrato de compra venta.

# ***DUE DILIGENCE*** **(LA DILIGENCIA APROPIADA)**

# DUE DILIGENCE EN UNA ADQUISICIÓN O FUSIÓN

Un *due diligence* en una adquisición o fusión busca encontrar los Riesgos significativos operativos o de mercado que lleve a la empresa fijada como objetivo y que, si no se soluciona o se tratan apropiadamente causaría un daño importante en su capacidad para crear valor. Buscando ubicar perdidas potenciales de activos tangibles e intangibles o la subestimación de pasivos y contingencias.

# RIESGOS INTERNOS

- Pérdida o inminente pérdida de personal clave.
- Pérdida importante, pendiente o reciente de uno o mas clientes importantes.

## Aspectos financieros:

- Fraude interno.
- Cuentas por cobrar incobrables.
- Inventarios de lenta rotación.
- Inventarios que no se pueden trasladar al cliente.
- Necesidad de reponer equipos caros de producción.

# RIESGOS INTERNOS

- Seguros ineficientes: contra accidentes, fianzas de fidelidad, responsabilidad general.
- Pasivos subestimados, incluyendo garantías de productos, beneficios sociales sin provisión, reclamaciones de seguros, contingencias medio ambientales, litigios.
- Pasivos subestimados, incluyendo garantías de productos.
- Juicios con los accionistas.
- Provisiones sin cubrir.

# RIESGOS EXTERNOS

- Cambios tecnológicos que impacten en la demanda futura.
- Cambios en los hábitos de compra del consumidor.
- Cambios foráneos y domésticos en la competencia.
- Tendencias sindicales.
- Regulaciones gubernamentales.
- Aspectos ambientales.
- Impuesto a la renta, impuestos en general.

# **DUE DILIGENCE (CONTENIDO) ÁREA FINANZAS**

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DE POLÍTICAS DE PERSONAL:

- Obtener un diagrama de la organización del personal.
- Listado de las edades (años de experiencia) y niveles de salarios de gente clave.
- Entrevista a gente clave.
- Evaluar las capacidades de los equipos aplicables para las varias funciones financieras de la empresa.

# DUE DILIGENCE

## ÁREA DE FINANZAS

- DE POLÍTICAS CONTABLES:

- Listar las principales políticas y procedimientos contables de la empresa.
- Evaluar las políticas contables de la empresa y las de la industria y encontrar las que difieren con la industria:
  - Conceptos de capitalización versus gastos (proyectos).
  - Depreciación y amortización de activos.
  - Métodos y procedimientos contables de costos.

# DUE DILIGENCE AREA DE FINANZAS

- DE POLÍTICAS CONTABLES:

Los EE.FF. deben estar preparados de acuerdo a los principios de contabilidad generalmente aceptados.

- Obtener los EE.FF. auditados y la carta opinión.
- Obtener copia de la carta de opinión de los auditores del año anterior conteniendo los cambios sugeridos en los procedimientos y políticas contables.
- Si existe un comité de auditoria, pedir copias de sus minutos.
- Analizar los cambios en los auditores externos durante los últimos cinco años

# *DUE DILIGENCE*

## AREA DE FINANZAS

- DE ESTADOS FINANCIEROS:

- Balance: Obtener los balances para todos los periodos interinos del presente año y aquellos de los últimos 5 años completos.
- Efectivo/caja:
  - Confirmación de los saldos en los bancos.
  - Determinación de (ser el caso) si hubiesen divisas bloqueadas en países extranjeros.

# DUE DILIGENCE

## ÁREA DE FINANZAS

- DE ESTADOS FINANCIEROS:

- Revisar las cuentas promedios de efectivo para ver si los prestamos se realizan en ciertas épocas del año o si se deben a los niveles del negocio.
- Averiguar si existen excedentes en efectivo disponibles para dividendos o para distribuir a los accionistas.
- Cuales son los términos de las líneas de créditos o instrumentos de deuda.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DE ESTADOS FINANCIEROS:

- Efectivo: la empresa objetivo o alguno de sus accionistas garantizaran deuda de las empresas ?
- Valores comerciales y pagares por cobrar:
  - Confirmar que existan.
  - Determine si son al costo o a valor justo de mercado.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- **DE ESTADOS FINANCIEROS:**

Las cuentas por cobrar pueden exagerarse si son ficticias, pueden o no cobrarse por completo, pueden estar sujetas a descuentos o rebajas, o tener reclamaciones de garantías y devoluciones de productos aplicables, reduciendo potencialmente su valor:

- Analizar la lista de clientes por vencimiento.
- Ver que clientes han cumplido los términos de cobranzas.
- Revisar categorías especiales en cuentas por cobrar

# DUE DILIGENCE AREA DE FINANZAS

- DE LAS CUENTAS POR COBRAR

- Considerar la confirmación de todas o algunos saldos de cuentas por cobrar con los clientes.
- Revisar las cuentas en una fecha posterior para verificar su carácter cobrable.
- Listar las malas experiencias de cancelación de deuda y descuentos a clientes por los últimos cinco años. Analizar a que se debieron los descuentos: por problemas de producción o a cuestiones de cobranzas.
- Listar los principales clientes de la empresa (preferentemente de aquellos con por lo menos el 65% del volumen de ventas) de los últimos tres años. Tratar de encontrar insatisfacción de los clientes.

# DUE DILIGENCE

## AREA DE FINANZAS

- DE LOS INVENTARIOS

- Pueden estar sobreestimados los inventarios, si los artículos son obsoletos, no existen, tienen costos sobreestimados o no, podrían venderse debido a su estado, tecnología o a otras razones.
- Obtener los resúmenes de los últimos tres años en cuanto a mezclas, tasas de rotación e indicadores de problemas.
- Conciliar los libros con los inventarios físicos de los tres últimos años.
- Determinar el método de costeo: UEPS (LIFO) , PEPS (FIFO) , Promedio. Donde el Inventario Final = Inventario Inicial + Compras Netas – Costo de Mercadería Vendida.

# DUE DILIGENCE

## ÁREA DE FINANZAS

- DE LOS INVENTARIOS

- Asignación de los costos y gastos directos e indirectos a los costos directos e indirectos a los costos de los inventarios.
- Compare el inventario físico valuado recientemente con los precios netos de venta: ver margen bruto de utilidad.
- Hay en la empresa bienes en consignación o han almacenado inventario fuera de sus instalaciones.
- Analizar si existen obligaciones pendientes de compra en cantidades anormales.
- Pedir informes de control de calidad.

- DE LOS PREPAGOS Y OTROS ACTIVOS DISPONIBLES:

- Evaluar la capacidad de realización de tales activos y si están bien clasificados como activos disponibles.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DE LA PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO:

- Obtener un resumen de las principales clases de propiedad por tipo, ubicación y uso a una fecha dada, mostrando el costo original y la depreciación acumulada y los métodos de depreciación acumulada y los métodos de depreciación para propósitos de libros y de IR.
- Medición de los terrenos y edad.
- Tomar nota si algunos de los activos están tomados como arrendamiento financiero, hipotecados o dados en prenda para garantizar prestamos personales o de negocios.
- Determinar si están disponibles valuaciones confiables recientes.
- Se han inventariado los activos recientemente.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DE LA PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO:

- Se requieren renovaciones, reemplazos o adiciones importantes para manejar los niveles esperados de operaciones.
- Que niveles de capacidad se están actualizando.
- Listar los gastos de capital para cada uno de los cinco últimos años.
- Que estén debidamente asegurados los activos.

# DUE DILIGENCE

## ÁREA DE FINANZAS

- DE OTROS ACTIVOS E INVERSIONES:

- Obtener una lista de estos activos y verifique su capacidad de realización y su clasificación: gastos diferidos de investigación, gastos preoperativos.
- Revisar las áreas de patentes, derechos de autor, marcas y conocimientos técnicos para su valuación. Analizar si pueden surgir litigios derivados de ellos.
- Determinar la consistencia en la contabilidad.

# DUE DILIGENCE

## ÁREA DE FINANZAS

- DE ACTIVOS NO REGISTRADOS:

- Solicitar una lista de los activos no registrados (intangibles).

- DE PASIVOS CORTO PLAZO:

- Pedir un resumen de todas las cuentas por pagar mas sus intereses a una fecha dada. Revisar montos con documentos físicos.
  - Obtener una lista con los principales diez proveedores y cantidad comprada en los últimos dos años.
  - Analizar si la empresa esta concentrada en un solo proveedor.

# DUE DILIGENCE

## ÁREA DE FINANZAS

- DE PASIVOS CORTO PLAZO:

- Extractar los términos de los principales contratos con los proveedores.
- Verificar el balance físico pendiente de deudas por pagar a terceros.
- Examinar los documentos de préstamo, los términos, prendas, condiciones, gravámenes y garantías.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DE IMPUESTOS SOBRE LA RENTA, VENTAS Y SOBRE LA PROPIEDAD:
  - Determinar si se ha presentado las declaraciones sobre los tributos y se han hecho los correspondientes pagos oportunamente.
  - Existen disputas sobre algunos asuntos fiscales, obtener copia de los últimos convenios si los hay.
  - Si las reservas fiscales son lo suficiente para afrontar posibles cobros futuros.

# *DUE DILIGENCE*

## AREA DE FINANZAS

- DE PASIVO A LARGO PLAZO:

- La tasa de interés.
- Los vencimientos.
- Los pagos de principal e intereses para los próximos tres años.
- Convenios restrictivos y activos dados en garantía o en prenda.
- Privilegios de conversión.
- Listar todas las hipotecas de la empresa, estas restringirán su capacidad de préstamo.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DE PASIVO A LARGO PLAZO:

- Listar todas las obligaciones sobre aumentos de capital, compra de inventarios, programa de ventas, publicidad, otros clientes.
- Revisar los arrendamientos financieros, franquicias y contratos de regalías..
- Resumen de los planes de compensaciones de incentivos.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DE PASIVOS NO REGISTRADOS POSIBLES O POTENCIALES:
  - Asuntos ambientales: disposición de materiales, productos que se venden conteniendo materiales sensibles.
  - Asuntos sensibles para los consumidores: publicidad.
  - Juicios por responsabilidad del producto y de servicio, mano de obra defectuosa y revisiones.

# DUE DILIGENCE

## ÁREA DE FINANZAS

- DE PASIVOS NO REGISTRADOS POSIBLES O POTENCIALES:
  - Reclamos potenciales con los empleados por lesiones y accidentes de trabajo.
  - Pensiones y prestaciones sin fondos suficientes.
  - Negociaciones pendientes con el sindicato que podrían resultar al concluir en aumentos inesperados de costos de corto y largo plazo.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DEL CAPITAL SOCIAL:

- Describa las clases de acciones y sus propietarios.
- Opciones sobre venta de acciones.
- Análisis de la evolución del capital social.
- Efectivo, revaluaciones.
- Detalle de los dividendos en los últimos cinco años.
- Resumen de las cotizaciones de las acciones si cotizan en bolsa de los últimos cinco años.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DEL ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS:

- Análisis de las ventas y utilidades brutas de los últimos cinco años.
- Pedir explicaciones a la administración sobre variaciones o fluctuaciones sobre la rentabilidad.
- Las ventas se han registrado apropiadamente respecto a los costos de ventas.
- Buscar las principales variaciones en volumen de ventas y rentabilidad que requieran explicaciones o sustentos.
- Obtener una lista de ventas a empresas subsidiarias y afiliadas en los últimos dos años.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DEL ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS:

- Como vario el monto de ventas en relación al precio y la cantidad.
- Revisar los costos de operación de los últimos cinco años.
- Determinar cuales gastos no son propiamente de los pagos extraordinarios para los accionistas, automóviles, naves, pagos a relacionados, viajes atípicos, entretenimiento, contribuciones de beneficencia.
- En los últimos cinco años si hubo cambios en la naturaleza de las operaciones .

# DUE DILIGENCE

## ÁREA DE FINANZAS

- **DEL ESTADO DE FLUJO DE CAJA:**

- El flujo de caja es la prueba acida para saber si el negocio ha sido y será exitoso en el tiempo.
- Obtener el análisis del efectivo generado y usado por los últimos cinco años. Que tan probable es que siga generando un adecuado flujo de caja en el futuro.
- Cuales fueron las fuentes y uso mas importante de los fondos en los últimos cinco años.

# *DUE DILIGENCE*

## ÁREA DE FINANZAS

- DEL ANALISIS FINANCIERO:

- Razón de capital de trabajo.
- Rotación de cuentas por cobrar.
- Análisis de las cuentas por cobrar por días de vencimiento.
- Malas deudas como porcentaje de las ventas en los últimos cinco años.
- Rotación de Inventarios por línea principal de productos y por clases (materias primas, productos en proceso productos, terminados).
- Cobertura de deuda: EBIT/Servicio de la deuda de los ultimos cinco años y tres a cinco años proyectados.

# DUE DILIGENCE

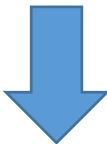
## ÁREA DE FINANZAS

- DEL ANÁLISIS FINANCIERO:

- Razón de pasivo a capital (apalancamiento).
- Crecimiento anual compuesto de ventas de los últimos cinco años.
- Utilidad de operación como porcentaje de las ventas por los últimos cinco años.
- Utilidad antes de Impuestos como porcentaje de las ventas por los últimos cinco años.

# PROCEDIMIENTO INCIAL PARA UNA EMISIÓN DE VALORES

- Análisis preliminar sobre los aspectos generales y financieros de la empresa, si están conformes :



- Análisis técnico sobre los negocios de la empresa: legales, contables, operativos, si están conformes:



# PROCEDIMIENTO INICIAL PARA UNA EMISIÓN DE VALORES



- Negociación final sobre un acuerdo global sobre el monto de la emisión de la emisión y determinación de valores que mas convenga a las necesidades de la empresa emisora y que se ajustan a los requerimientos del mercado.



# PROCEDIMIENTO INICIAL PARA UNA EMISIÓN DE VALORES



- Presupuesto de la emisión, calendario, exposición a los accionistas y directores:
  - Análisis sobre las diferentes alternativas de Financiamiento y su recomendación final.
  - Discusión final sobre la valuación que se ha efectuado a la empresa, y comparación con otras empresas locales y del exterior.
  - Cronograma estimado y pasos a seguir para su aprobación, así como los costos estimados s ser incurridos.

# CALENDARIO TÍPICO DE UNA COLOCACIÓN PRIMARIA INTERNACIONAL

El siguiente es un ejemplo del proceso necesario para la colocación de una emisión primaria internacional.

- Semana # 1
  - Inicio de reuniones de *due diligence*.
  - Conciliación de los estados financieros con los principios contables de los EEUU.
  - Inicio de llenado en borrador de los formularios requeridos.
- Semana # 2 - 5
  - Reuniones formales de Due Diligence en la empresa emisora.
  - Sesiones de discusión.
  - Continuación del proceso de conciliación de los estados financieros.

# CALENDARIO TÍPICO DE UNA COLOCACIÓN PRIMARIA INTERNACIONAL

- SEMANA # 6
  - Registro ante la SMV (Perú) y la Securities and Exchange Commission (SEC) EEUU.
- SEMANA # 7 – 9
  - Preparación del Roadshow y preparación de los materiales de marketing (pre venta).
- SEMANA #10
  - Recepción de los comentarios de la SEC.
  - Impresión del Prospecto Preliminar.
- SEMANA # 11
  - Inicio del Roadshow.
  - Reuniones del Grupo de Colocación.

# CALENDARIO TÍPICO DE UNA COLOCACIÓN PRIMARIA INTERNACIONAL

- **SEMANA # 12**

- Continuación del Roadshow.

## SEMANA # 13

- Precio del Initial Public Offer (IPO).
- Confirmación de órdenes con clientes.

## SEMANA # 14

- Preparación del cierre.

## SEMANA # 15 – EN ADELANTE

- Cierre de la Emisión.
- Cobertura de Investigación sobre la Empresa.
- Establecimiento y mantenimiento de la demanda en el mercado Secundario.

# PRINCIPALES BANCOS DE INVERSIÓN

- ROTHSCHILD (UK)
- BANK OF AMERICA MERRILL LYNCH (USA)
- BARCLAYS (UK)
- JP MORGAN CHASE (USA)
- MORGAN STANLEY (USA)
- DEUSCHE BANK (ALEMANIA)
- CITIGROUP (USA)
- CREDIT SUISSE (SUIZA)
- UBS (SUIZA)
- HSBC (HK)
- GOLDMAN SACHS (USA)
- J. P. MORGAN (USA)

# Sesión 10

# Derivados

y

# Conclusiones

# Derivados



# Derivados Historia

- En 1848 se fundó **The Chicago Board of Trade** y unos años después el primer contrato forward se creó. Por los primeros 120 años se negociaron contratos sobre bienes agrícolas y metales.
- En 1971 las grandes Economías Europeas dejaron fluctuar sus monedas y se abrió el camino para la formación del **International Monetary Market en 1972**, subsidiaria del **CBOT**, que se especializó en futuros sobre monedas. Estos fueron los primeros contratos que pudieron ser llamados futuros financieros.

# Derivados Historia

- A inicios del siglo XX un grupo de firmas que se llamaban “Put and Call Brokers and Dealers Association” crearon un mercado de opciones. Era un mercado OTC viable pero con algunas deficiencias
  - ❖ No se podían vender, mantener hasta fecha de expiración.
  - ❖ Poca o Nula liquidez
  - ❖ No había garantía si el vendedor quebraba o no cumplía.
  - ❖ El costo de transacciones era relativamente alto
- En 1973, The Chicago Board of Trade organizó la primera bolsa especializada en negociar exclusivamente opciones sobre acciones.

# Derivados Historia

## **Definición:**

Un derivado es un instrumento cuyo valor depende de los valores de otros instrumentos, denominados activos subyacentes (físicos o financieros).

# Derivados Historia

## **Para qué se utilizan los derivados**

- Cubrir los riesgos.
- Especulación
- Asegurarse el beneficio de un arbitraje.
- Cambiar la naturaleza de un pasivo.
- Cambiar la naturaleza de una inversión sin incurrir en los costos de la venta de una cartera y la compra de otra.

# Derivados Historia

## **Ejemplo de Activos Subyacentes no Financieros**

Productos agropecuarios: cereales, oleaginosos, productos perecederos (agrícolas y ganaderos), y sus productos derivados.

Metales: preciosos y no preciosos.

Energéticos: principalmente el petróleo y sus derivados.

Índices: carácter no financiero, incluso fletes de transporte de mercancías.

Otros: en EE.UU. se negocian derivados sobre certificados de emisiones de sustancias contaminantes concedidos por agencias medioambientales.

# Derivados Historia

## **Ejemplo de Activos Subyacentes Financieros**

Tasas de interés:

Corto plazo : depósitos a corto plazo entre 90 y 360 días.

Medio y Largo plazo : títulos de deuda pública

Divisas: se negocian tipos de cambio de las principales divisas.

Acciones: precio de acciones que se negocian en algún mercado organizado, **es preciso que se trate de títulos líquidos.**

Índices financieros: de renta variable, de renta fija o tasas de interés, inflación.

Derivados: opciones sobre futuros.

Otros: en EE.UU. se negocian derivados sobre los seguros de vida.

# Derivados Historia

## **Mercados de transacción:**

### ***Mercados OTC (Over the counter):***

*Contratos se negocian en forma bilateral (privada).*

*El riesgo de crédito es función de cada contrapartida.*

### ***Mercados Institucionalizados:***

*Contratos estandarizados (i.e. a través de un MCN “Mecanismo Centralizado de Negociación”: i.e. Bolsa).*

*El riesgo de crédito es asumido por el mercado como cámara de compensación.*

# Derivados : OTC & MCN

Características	OTC	Institucionalizados (MCN)
Términos del contrato	Ajustado a necesidades	Estandarizados
Lugar del Mercado	Cualquiera	Mercado específico
Fijación de precios	Negociaciones	Cotización abierta
Fluctuación de precios	Libre	Pueden existir límites
Relación comprador vendedor	Directa	Cámara de compensación
Depósito de garantía	No usual	Siempre para el comprador. Londres también para el vendedor
Calidad de cobertura	A medida	Aproximada
Riesgo de contrapartida	Lo asume el comprador	Lo asume la cámara
Seguimiento de posiciones	Difíciloso (encuestas)	Fácil (prensa)
Regulación	Muy Poca	Propia y gubernamental – Riesgo País

# Derivados : Tipos

- Contratos tipo:  
**Forwards** (Mercados Over the Counter “OTC” ) y  
**Futuros** (Mercados Organizados: i.e. BVL).
- Cobertura de Tipos de Cambio (**Forwards**).
- **Opciones (Calls & Puts)** (Mercados Organizados).
- **Swaps** de Tasas de Interés (Mercados OTC)

# Futuros: Características Principales

## **Futuros:**

Son contratos estandarizados, colocados y transados en forma Publica (a través en un Mecanismo Centralizado de Negociación “MCN”, ejemplo: Bolsa de Productos).

En este tipo de Contratos no hay intercambio de dinero ni bienes solo hasta el final de la operación.

Se utilizan las “Cuentas Márgenes de Garantía” a través una “Cámara de Compensación y Liquidación” de la operación (similar a CAVALI).

Los Futuros son Contratos que se negocian (tranzan) en mercados mas sofisticados, es decir: líquidos y desarrollados (aun en el mercado local no se encuentran debidamente implementados).

# Futuro: Ejemplo

Por ejemplo en las Bolsas de Productos mas desarrolladas (i.e. Chicago ó Sao Paulo) se negocian diversos tipos de “Contratos a Futuro” que van desde jugo de naranja, ganado en pie, verduras, café, metales (cobre, oro, plata, etc.), petróleo hasta energía; donde se especifican (entre otras) y al detalle, las características del producto a ser entregado, la fecha de entrega y el precio prefijado.

De esta manera tanto el productor como el comprador aseguran su precio futuro de compra y venta y la entrega y recepción del bien establecido en el respectivo contrato a futuro.

# Futuro: Ejemplo

Es importante recalcar que este tipo de “Contratos a Futuro” al ser Estandarizados permiten y de hecho se genera, un mercado secundario muy importante y activo, tranzándose (los Contratos a Futuro) de manera diaria y fluctuaran de precio de acuerdo al precio vigente de mercado y las expectativas de este (especulación), del bien materia del contrato (i.e. café, ganado, petróleo, zanahoria etc.)

# Forward: Características Principales

## Forwards:

Son contratos personalizados, es decir con características propias e individuales, transados en forma privada i.e. entre un banco y un cliente del banco.

En forma similar a los Futuros, en este tipo de Contratos no hay intercambio de dinero ni bienes solo hasta el final de la operación.

No se utilizan “Cuentas Márgenes de Garantía”. A diferencia de los Contratos a Futuro, los Forwards son Contratos privados que si se utilizan en el mercado local (en forma privada), sin embargo carecen de liquidez (no son negociables).

# F&F Características Principales: Resumen

	Tipo de Contrato	Tipo de Colocación	Negociación	Intercambio de Bienes ó Dinero	Cuenta Margen	Cámara de Compensación	Liquidez	Tipo de Mercado
<b>Futuro:</b>	Estándar-izado	Publica	“MCN” Bolsa	al final	Si	Si	Si	Desa- rrollado
<b>Forward:</b>	Persona- lizado	Privada	No se negocia	al final	No	No	No	Poco Desa- rrollado

**MCN:** Mecanismo centralizado de Negociación: i.e. Bolsa de Productos / Bolsa de Valores.

# Forwards

# Forward

## Definición:

Es un contrato entre dos partes para comprar o vender un activo a precio fijado y en una fecha determinada.

Los Forwards *más comunes* negociados en las tesorerías son sobre monedas, metales e instrumentos de renta fija.

Existen dos formas de resolver los contratos de forward de moneda extranjera:

- **Por compensación (non delivery forward)**: al vencimiento del contrato se compara el tipo de cambio spot contra el tipo de cambio forward, y el diferencial en contra es pagado por la parte correspondiente.
- **Por entrega física (delivery forward)**: al vencimiento el comprador y el vendedor intercambian las monedas según el tipo de cambio pactado.

# Forward: Tipo de Cambio

Definición:

Son operaciones de compra o venta de una divisa específica, por ejemplo dólares a una determinada fecha futura, fijando el tipo de cambio futuro al momento de pactarse la operación.

- **Full Delivery Forward**: Hay entrega física de monedas al vencimiento.
- **Non Delivery Forward**: Hay compensación de monedas al vencimiento, que se calcula entre la diferencia del t.c. forward pactado, con el t.c. spot al vencimiento del mismo.

# Forwards: Usos

Es un producto dirigido para empresas que exportan, es decir para las que venden en moneda extranjera y sus costos de producción son en moneda local.

También es dirigido para empresas que importan, es decir para las que venden en moneda local y sus costos de producción deben ser adquiridos en moneda extranjera.

- Las operaciones pactadas es un acuerdo obligatorio para ambas partes.
- Son contratos a Corto Plazo que van de 1 día a 365 días normalmente y son a la medida OTC.
- Los contratos no son transferibles, ni negociables.

# Forwards: Ventajas y Desventajas

## Ventajas

- Permite una cobertura de riesgo cambiario.
- La empresa puede fijar sus costos. ( Flujo de Caja)
- Mejora el riesgo de la empresa ante la fluctuación del tipo de cambio.
- Ayuda a la elaboración de presupuestos más reales.
- Permite a la empresa concentrarse en su negocio.
- No tiene costos adicionales.

## Desventajas

- Utiliza un porcentaje de su línea crédito global (Riesgo equivalente).

# Forwards: Requisitos

1. Se debe tener aprobada un línea de crédito para este tipo de operaciones.
2. Firmar un contrato Marco por un año.
3. Firmar un contrato específico por cada operación pactada.

# Forward: Ejemplo Practico

## Forwards de Tipo de Cambio:

En este caso veremos un **Ejemplo** en donde a través de un Contrato Forward (no estandarizado y privado) las partes es decir, el banco y su cliente establecerán condiciones en las cuales se cerrara una transacción a un plazo futuro determinado, en donde al cierre de la misma, se efectuara una operación financiera a un tipo de cambio predeterminado.

Supongamos que un cliente del banco genera gran parte de sus ingresos en moneda local (S./.) , y este tiene un compromiso económico a futuro (i.e. un año) con un proveedor (i.e. de maquinaria y equipos) en moneda extranjera (US\$).

# Forward: Ejemplo Practico

El Gerente de Administración y Finanzas de la empresa considera muy riesgoso mantener una contingencia a futuro por tipo de cambio descubierturada, ya que según su análisis todo parece indicar que el tipo de cambio podrá subir de manera sustancial, pudiendo así generar una situación en la cual no podría honrar su compromiso en moneda extranjera con su proveedor (*Riesgo por Tipo de Cambio*).

Es por ello que decide establecer con su banco una operación de “Contrato Forward” de Tipo De Cambio, la cual le permita pactar con anterioridad un tipo de cambio a futuro predeterminado, asegurándose así de antemano que podrá honrar su compromiso en moneda extranjera sin quedar expuesto innecesariamente a alguna fluctuación que vaya en su contra y sobretodo mantener la buena reputación de su empresa.

# Forward: Ejemplo Práctico

## Características de la operación:

El Gerente de Administración y Finanzas de la Empresa se acerca a su banquero y le plantea su necesidad de contar con un tipo de cambio a futuro preestablecido ya que deberá cancelar una deuda en dólares a un año y no desea correr el “Riesgo por Tipo de Cambio”.

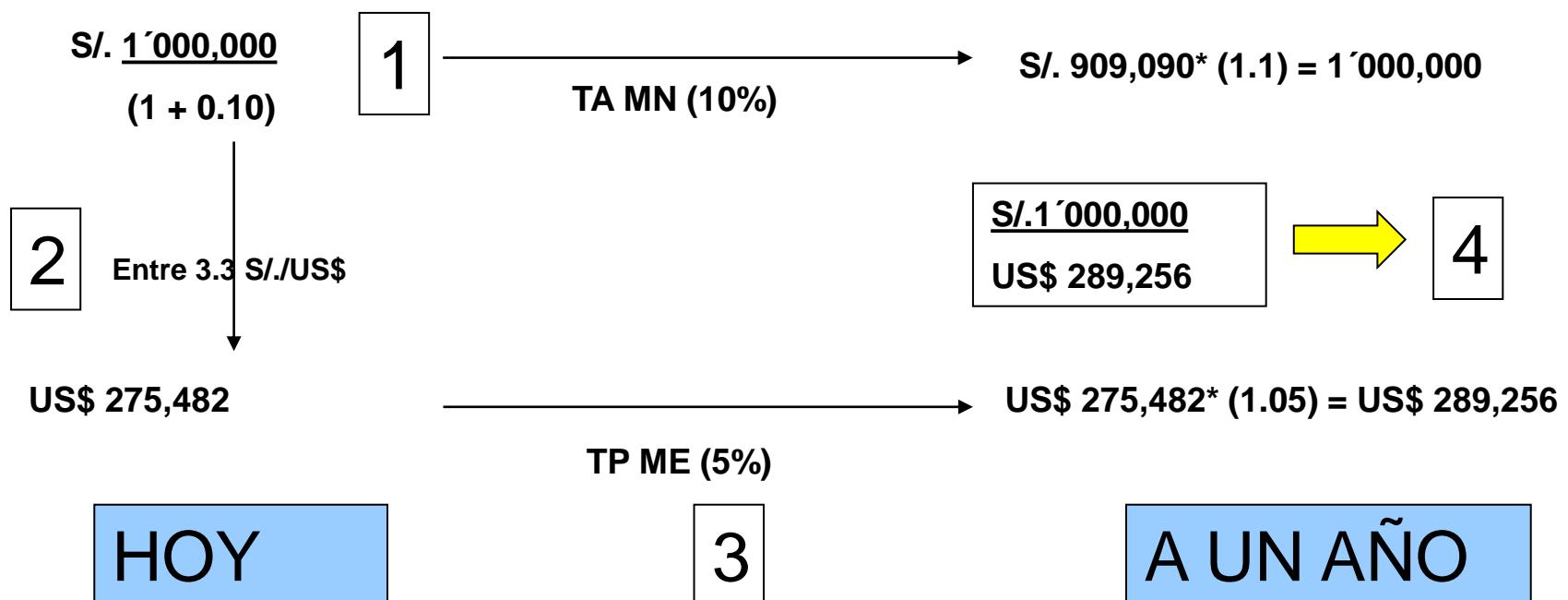
Por otro lado, de acuerdo a sus flujos de caja proyectados (ventas e ingresos netos), sabe que dispondrá de un millón de soles a esa fecha (un año), monto suficiente para cancelar dicho compromiso con su proveedor siempre y cuando no exista un alza desmesurada del tipo de cambio.

Su banquero acepta hacer un contrato Forward a un año, que debe de hacer el banquero, sabiendo además que cuenta con la siguiente información:

(a un año y preferenciales)	Tasa Activa	Tasa Pasiva
S/.	10%	7%
US\$	8%	5%

**Tipo de cambio vigente : 3.3 soles/US\$**

El banquero “le prestara” (\*) los soles necesarios (1) a la tasa activa vigente y preferencial en MN , inmediatamente los convertirá en US\$ al tipo de cambio vigente del día (2) y depositara estos dólares a un año (se cubrirá con los dólares) (3). Llegada la fecha, el banco podrá disponer de los dólares y soles necesarios. Es así como podrá Preestablecer con su cliente al inicio de la operación, un tipo de cambio forward (4), es decir a T.C. = 3.457 S./.US\$.



(\*) Simulará

# En Resumen:

(a un año y preferenciales)	Tasa Activa	Tasa Pasiva
S/.	<u>10%</u>	7%
US\$	8%	<u>5%</u>

Tipo de cambio vigente (Spot) : 3.3 soles/US\$

$$\text{T.C. (Forward)} = \text{T.C. (Spot)} * \text{T.A. MN} / \text{T.P. ME}$$

$$\text{T.C. (Forward)} = 3.3 * (1.1 / 1.05)$$

$$= 3.3 * (1.047619)$$

$$= 3.457 \text{ Soles/US\$}$$

# Opciones: Calls & Puts

# Opciones

## Definición:

Son contratos por el cual una parte (tomador) mediante el pago de una suma de dinero (prima) adquiere el derecho (no contrae ninguna obligación) de exigir a la otra parte (lanzador) la compra o la venta de ciertos subyacentes, a un precio fijo (de ejercicio) durante un período determinado (americano) o en fecha cierta (europeo).

# Opciones: Tipos de Opciones

Veremos **dos tipos** de Opciones:

## Calls:

Se adquiere el derecho, mas no la obligación, de adquirir (comprar) un bien (“Activo Subyacente”) a un precio predeterminado (“Strike Price”), hasta un plazo determinado (“Expiration Date”).

## Puts:

Se adquiere el derecho, mas no obligación, a colocar (vender) un bien (“Activo Subyacente”) a un precio predeterminado (“Strike Price”), hasta un plazo determinado (“Expiration Date”).

# Opciones: Tipos de Opciones

Cada una de estos **dos tipos** de Opciones (Call & Put) se pueden realizar de dos maneras:

## **Long:**

Es la compra de un derecho, por lo tanto paga una Prima por ello.

## **Short:**

Es la venta de un derecho, por lo tanto recibe una Prima por ello.

# Opciones Call

## Definición:

En una opción Long Call se adquiere el derecho -pero no la obligación de comprar un activo subyacente a un precio predeterminado en una fecha concreta. Para lo cual paga una Prima

En una opción Short Call se tiene la obligación de vender el activo subyacente a un precio predeterminado en una fecha concreta. Para lo cual recibe una Prima. Nótese que deberá vender en el caso de que la contraparte ejerza su derecho el derecho a comprar.

**Las opciones Call se negocian en paquetes de 100 acciones.**

# Opciones Put

## Definición:

En una opción **Long Put** se adquiere el **derecho -pero no la obligación** de vender un activo subyacente a un precio predeterminado en una fecha concreta. Para lo cual paga una Prima

En una opción **Short Put** se vende la opción de venta, es decir, que tiene la **obligación de comprar** el activo subyacente a un precio predeterminado en una fecha concreta. Para lo cual recibe una Prima. Nótese que deberá comprar **en el caso de que la contraparte** ejerza su derecho a vender.

**Las opciones Call se negocian en paquetes de 100 acciones.**

# Cuadro Resumen: Call & Puts / Long & Short

	<b>LONG</b> <b>(Holder)</b> “Comprar”	<b>SHORT(*)</b> <b>(Writer)</b> “Vender”
<b>CALL</b> “Opción de Compra”	<b>Compro</b> el derecho (opción), <i>mas no la obligación, de <u>comprar</u> ...</i>	<b>Vendo</b> el derecho (opción), de que <u>me compren</u> ...
<b>PUT</b> “Opción de Venta”	<b>Compro</b> el derecho (opción), <i>mas no la obligación, de <u>vender</u> ....</i>	<b>Vendo</b> el derecho (opción), de que <u>me vendan</u> ....
	<u>Pago</u> una prima (US\$)	<u>Recibo</u> una prima (US\$)

..... un activo determinado (AS) a un precio predeterminado (Strike Price) y hasta por un plazo predeterminado (Expiration Date).

(\*) Tanto en el **Short Call** como en el **Short Put** estoy obligado a vender o comprar a la Contraparte en caso ejerza la opción (LC y LP, respectivamente)

# Opciones: Primas

Por lo tanto:

1. Opción de Compra – (Long Call) – Tomador: Compra una opción de compra, pagando una prima.
2. Opción de Compra – (Short Call) – Lanzador: Vendo una opción de compra, cobrando una prima.
3. Opción de Venta – (Long Put) – Tomador: : Compra una opción de venta, pagando una prima.
4. Opción de Venta – (Short Put) – Lanzador: Vendo una opción de venta cobrando una prima.

# Opciones: Terminología

**Precio de ejercicio – Strike Price**: es aquel precio al que se podrá comprar o vender el activo subyacente de la opción si se ejerce el derecho otorgado por el contrato al comprador del mismo.

**Activo Subyacente**: Es el activo objeto del contrato.

**Fecha de vencimiento Expiration Date** – Maturity : El día que expira la opción.

**Opciones Europeas**: Sólo pueden ser ejercidas el día de su vencimiento. Es decir, se pueden ejercer únicamente el día de la fecha de expiración (tienden a ser menos costosas).

**Opciones Americanas**: Pueden ser ejercidas en cualquier momento desde su emisión hasta su vencimiento. Es decir, se pueden ejercer en cualquier momento, hasta la fecha de expiración inclusive (tienden a ser mas costosas).

# Opciones: Terminología

**in the money** - **"dentro del dinero"** (cuando se esta ganando dinero)

- Call in the money : El precio de Ejercicio de la opción está por debajo del precio del activo Subyacente.
- Put in the money : El precio de Ejercicio de la opción está por encima del precio del activo Subyacente.

**"at the money" – **"en el dinero"**** (cuando ni se esta ganando ni perdiendo dinero)

- Call at the money : El precio de Ejercicio de la opción es igual que el precio del Subyacente.
- Put at the money : El precio de Ejercicio de la opción es igual que el precio del Subyacente.

**"out of the money" – **"fuera del dinero"**** (cuando se esta perdiendo dinero)

- Call out of the money : El precio de Ejercicio de la opción está por encima del Subyacente,
- Put out of the money : El precio de Ejercicio de la opción está por debajo del Subyacente

# Opciones: Terminología

El precio de la opción viene del precio de otro activo diferente, denominado “Activo Subyacente” (AS).

Las Opciones (Calls & Puts) tienen un valor en función al precio de ejecución “Strike Price” (SP) en el tiempo, es decir van variando en el tiempo a medida que el precio del (Activo Subyacente) varia respecto al (Strike Price) y se acerca el (Expiration Date o Maturity).

El derecho adquirido a ejecutar la Opción (Call ó Put) tiene un valor ó “Prima” por el derecho, esta prima se desembolsa al inicio de la operación.

A diferencia de los Futuros & Forwards existe un intercambio de dinero inicial (“Prima”).

Las Opciones son “suma cero”, es decir alguien gana y alguien pierde.

En resumen, las Opciones funcionan como una especie de Seguro.

# Opciones: Ejemplo Práctico

## Opciones:

1a) Se adquiere el derecho, mas no la obligación, de poder comprar un terreno en US\$ 10,000, hasta y durante un año, y por ese derecho se paga un “arras” de US\$ 200.

¿Qué sucede si al tercer mes, el valor del terreno sube de precio en el mercado y se cotiza en US\$ 12,000 ? ¿Cuánto vale mi opción en ese momento?

## Identificando los elementos:

**Precio de la Opción:** en ese momento debería valer  $US\$ 12,000 - US\$ 10,000 = US\$ 2,000$

**Tipo de Opción:** Call (ya que es derecho mas no obligación a comprar)

**Activo Subyacente:** Terreno

**Prima:** US\$ 200

**Strike Price:** US\$ 10,000

**Expiration Date ó Plazo:** hasta y durante un año

**Precio del Activo Subyacente en ese momento:** US\$ 12,000

**Utilidad neta en caso de ejecutar la Opción :**  $US\$ 12,000 - US\$ 10,000 - US\$ 200 = US\$ 1,800$

# Opciones: Ejemplo Practico

1b) Supongamos que no ejecuté mi opción al tercer mes ¿Qué sucede si al quinto mes, el valor de mercado del terreno es US\$ 11,000 ? ¿Cuánto vale mi opción en ese momento?

**Precio de la Opción:** en ese momento debería valer  $US\$ 11,000 - US\$ 10,000 = US\$ 1,000$

**Precio del Activo Subyacente en ese momento:** US\$ 11,000

**Utilidad neta en caso de ejecutar la Opción :**  $US\$ 11,000 - US\$ 10,000 - US\$ 200 = US\$ 800$

1c) Supongamos que no ejecuté mi opción ni al tercer ni al quinto mes ¿Qué sucede si al décimo mes, el valor de mercado del terreno es US\$ 10,100? ¿Cuánto vale mi opción en ese momento?

**Precio de la Opción:** en ese momento debería valer  $US\$ 10,100 - US\$ 10,000 = US\$ 100$

**Precio del Activo Subyacente en ese momento:** US\$ 10,100

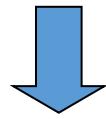
**Utilidad neta en caso de ejecutar la Opción :**  $US\$ 10,100 - US\$ 10,000 - US\$ 200 = (US\$ 100)$

# Opciones Gráficamente

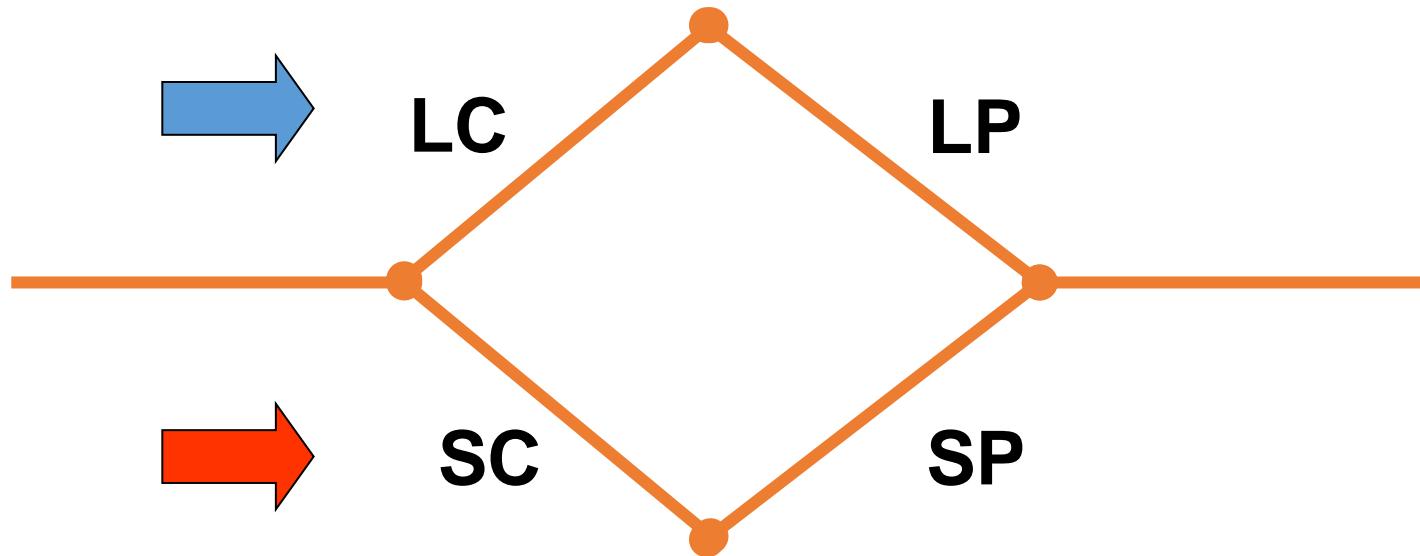
## Calls & Puts

# Cuadro Resumen

<b>Long Call (LC)</b>	<b>Short Call (SC)</b>
<b>Long Put (LP)</b>	<b>Short Put (SP)</b>

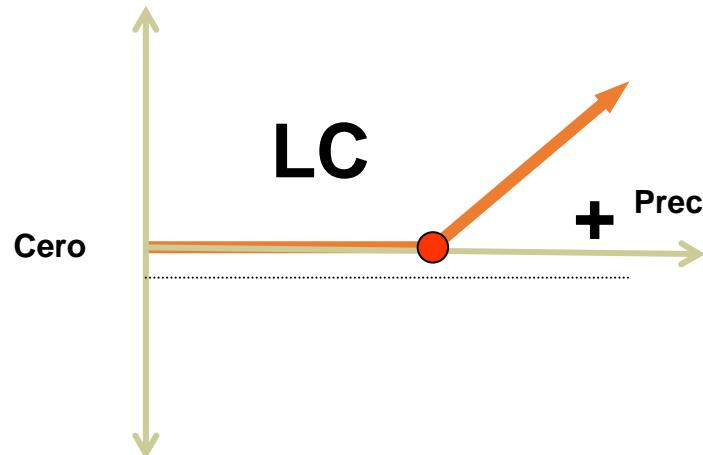


# Gráficamente

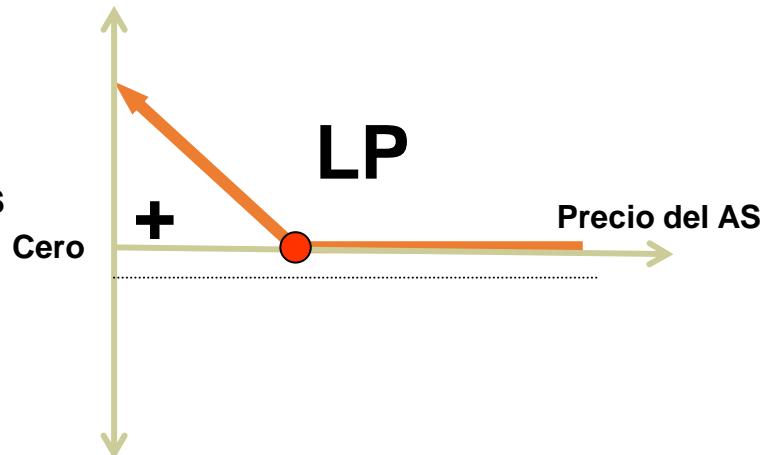


**“La contraparte del LC, es el SC; La contraparte del LP, es el SP.**  
Es decir, lo que una parte gana, lo pierde la contraparte y viceversa.”

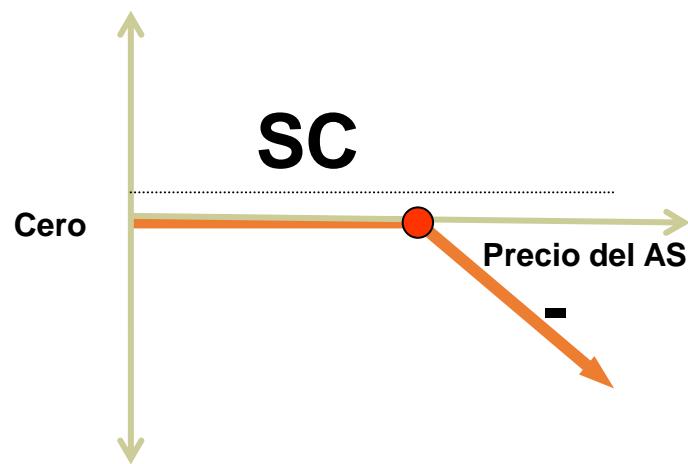
Ganancia ó Perdida



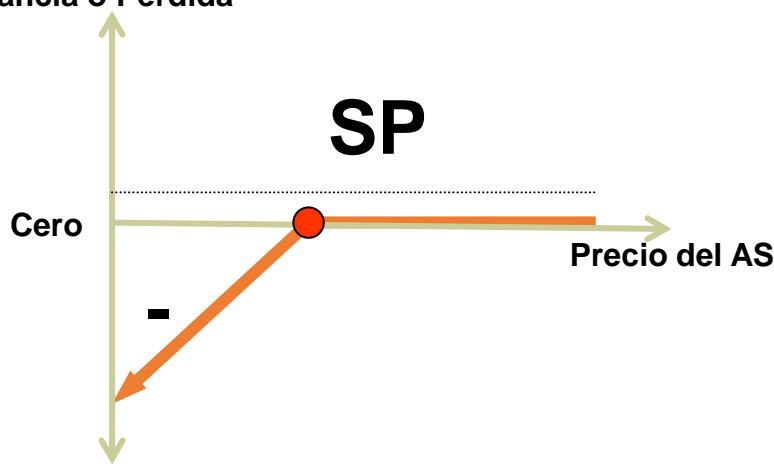
Ganancia ó Perdida



Ganancia ó Perdida



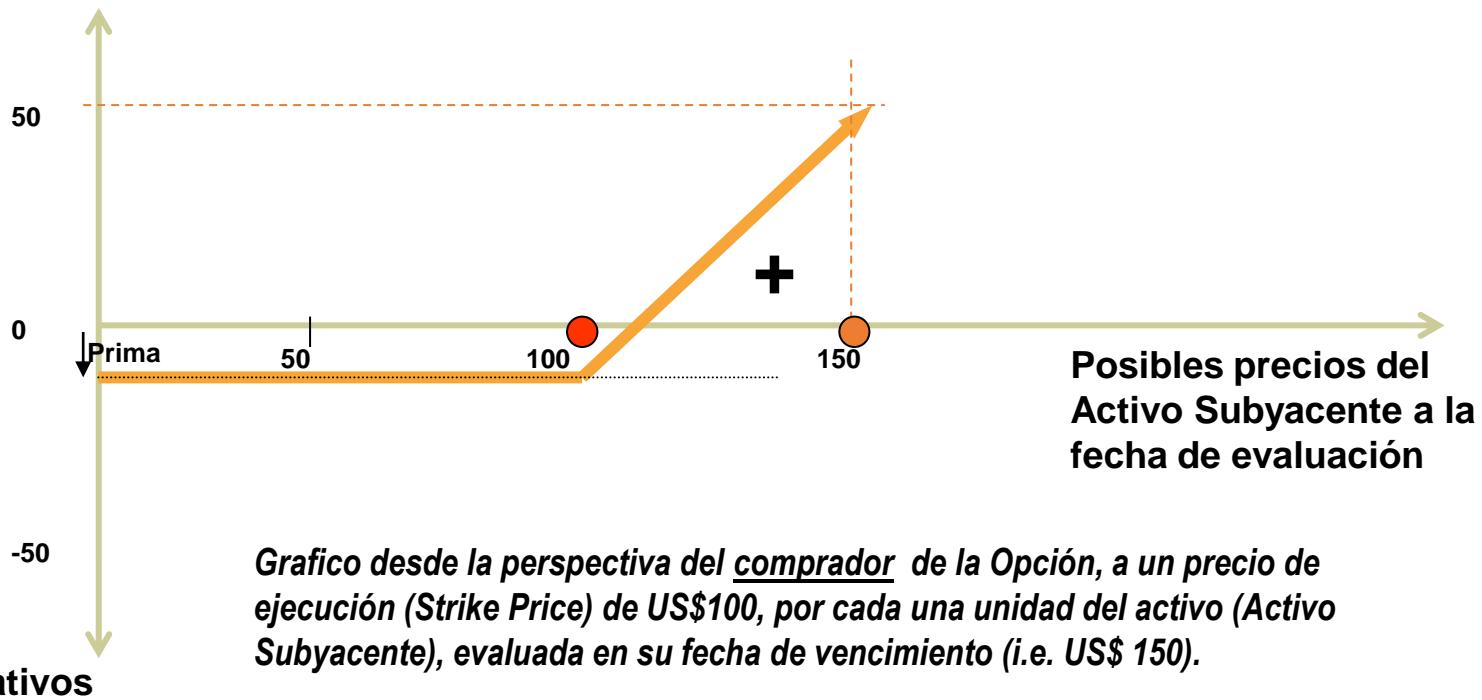
Ganancia ó Perdida



# Long Call

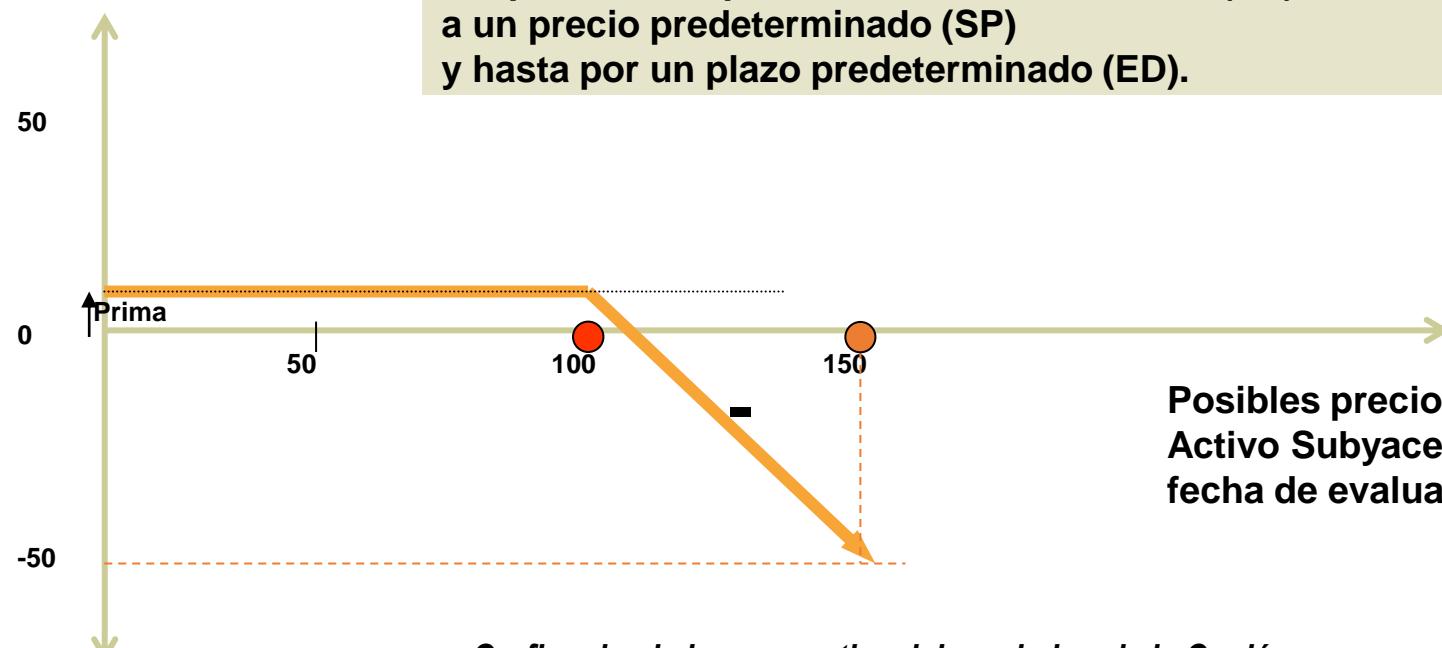
Compro el derecho, mas no la obligación, de comprar  
un activo determinado (AS), a un precio predeterminado (SP)  
y hasta por un plazo predeterminado (ED)■

Flujos positivos



# Short Call

Flujos positivos



**Vendo el derecho (opción), mas no la obligación,**  
de que me compren un activo determinado (AS),  
a un precio predeterminado (SP)  
y hasta por un plazo predeterminado (ED).

Posibles precios del  
Activo Subyacente a la  
fecha de evaluación

Flujos negativos

Grafico desde la perspectiva del vendedor de la Opción, a un precio de ejecución (Strike Price) de US\$100, por cada una unidad del activo (Activo Subyacente), evaluada en su fecha de vencimiento (i.e. US\$ 150).

Me ejercerán su derecho a partir del Precio del AS  $\geq$  a US\$ 100  
ya que tendré que vender el AS al SP, es decir a US\$100

# Long Put

Compro el derecho, mas no la obligación, de vender  
un activo determinado (AS), a un precio predeterminado (SP)  
y hasta por un plazo predeterminado (ED)■

Flujos positivos



# Short Put

Flujos positivos



# Que me conviene hacer ?

Expectativa de Variación en el Precio “ $\Delta P$ ” del Activo Subyacente (incluyendo el valor de la Prima)

LP	SC	SP	LC
<p><i>Considero que caerá mucho el precio del AS: “Gano si baja”</i></p> <p><u>Compro el derecho, mas no la obligación, de vender</u> un activo determinado (AS), a un precio predeterminado (SP) y hasta por un plazo predeterminado (ED).</p>	<p><i>Considero que bajará muy poco el precio: “Gano el valor de la prima si baja muy poco”</i></p> <p><u>Vendo el derecho (opción), mas no la obligación,</u> de que <u>me compren</u> un activo determinado (AS), a un precio predeterminado (SP) y hasta por un plazo predeterminado (ED).</p>	<p><i>Considero que subirá muy poco el precio: “Gano el valor de la prima si sube muy poco”</i></p> <p><u>Vendo el derecho (opción), mas no la obligación,</u> de que <u>me vendan</u> un activo determinado (AS), a un precio predeterminado (SP) y hasta por un plazo predeterminado (ED).</p>	<p><i>Considero que subirá mucho el precio del AS: “Gano si sube”</i></p> <p><u>Compro el derecho, mas no la obligación, de comprar</u> un activo determinado (AS), a un precio predeterminado (SP) y hasta por un plazo predeterminado (ED).</p>
<p>The diagram consists of two horizontal arrows. The top arrow, labeled <math>\Delta P</math>, spans from LP to LC. The bottom row contains three double-headed arrows: one between LP and SC, one between SC and SP, and one between SP and LC. The text "Zona de poca Volatilidad" is centered above the middle section of the diagram, while "Zona de alta Volatilidad" is centered below it.</p>			

# Opciones: Ejemplo Practico

Juan González compra una Opción “Call” de acciones de IBM por US\$ 4.00 a un “Strike Price” de U\$ 25.00 y con un “Expiration Date” al 31/12/2006. Por otro lado se sabe que la contraparte es el Sr. Fernandez.

## Preguntas:

- 1)** Cual es el Activo Subyacente
- 2)** Cual es el monto de la Prima
- 3)** Como se denomina la posición del Sr. González
- 4)** Como se denomina la posición del Sr. Fernandez
- 5)** A partir de que precio del AS (IBM) el Sr. González estará “In-the-money” (ganando dinero)
- 6)** En que rango de precio del AS (IBM) el Sr. Fernandez se encuentra “In-the-money”.
- 7)** Si el precio del AS (IBM) se cotiza en US\$ 22, quien se encuentra:
  - a)** In-the-money
  - b)** Out-of-the money
- 8)** Si el precio del AS (IBM) se cotiza en US\$ 25, quien se encuentra:
  - a)** In-the-money
  - b)** Out-of-the money
- 9)** En que precio del AS ambos se encuentran “At-the-money”
- 10)** Si el día el ED (31/12/2005) el precio de la acción es de US\$ 32.00:
  - a)** Quien gana y cuanto gana
  - b)** Quien pierde y cuanto pierde
- 11)** Representarlo gráficamente
- 12)** Luego de establecer el grafico, explicar si le convendría ejecutar su opción “Call” al Sr. Gonzales en la fecha del ED, si el precio de la acción de IBM asciende a US\$ 27.00

# Opciones: Solución Ejemplo Practico

- 1)** El Activo Subyacente es la acción de IBM.
- 2)** El valor de la Prima (ó *derecho mas no obligación de comprar/vender*) es de US\$ 4.00 (por cada acción de IBM).
- 3)** Es un Long Call (LC) ya que compra el derecho mas no la obligación de adquirir una acción de IBM a US\$ 25.00 (SP) hasta el ED (31/12/2006)
- 4)** Es un Short Call (SC) ya que vende el derecho mas no la obligación a que le compren una acción de IBM a US\$ 25.00 (SP) hasta el ED (31/12/2006), viene a ser la contraparte.
- 5)** A partir de US\$ 29.00 (>US\$ 29.00), ya que si el SP es US\$ 25.00 y pagó una Prima de US\$ 4.00 es recién a partir de un precio mayor a US\$ 29 que estará ganando dinero (In-the-money).
- 6)** Si el valor del la acción de IBM (AS) se encuentra en cualquier precio menor a US\$29.00 , el Sr. Fernandez (la contraparte) se encuentra ganando dinero (In-the-money ).
- 7)** Si el precio del AS (IBM) se cotiza en US\$ 22.00 :
  - a) In-the-money : la posición SC (Sr. Fernandez)
  - b) Out-of-the money: la posición LC (Sr. Gonzales)
- 8)** Si el precio del AS (IBM) se cotiza en US\$ 25:
  - a) In-the-money: la posición SC (Sr. Fernandez)
  - b) Out-of-the money: la posición LC (Sr. Gonzales)
- 9)** Ambos se encuentran "At-the-money" (precio de "equilibrio"), es decir al SP mas la Prima,  $US\$ 25 + US\$ 4 = US\$ 29.00$

# Opciones: Solución Ejemplo Practico

**10)** Si el día el ED (31/12/2006) el precio de la acción es de US\$ 32.00:

a) Quien gana y cuanto gana:

El Sr. Gonzales (LC) lógicamente ejecutara su opción, la cual le dio el derecho de adquirir una acción de IBM a US\$ 25.00, sin embargo pago por ese derecho una prima de US\$ 4.00, con lo cual su ganancia neta sería: US\$:  $(32 - 25 - 4)$  : US\$ 3.00

b) Quien pierde y cuanto pierde:

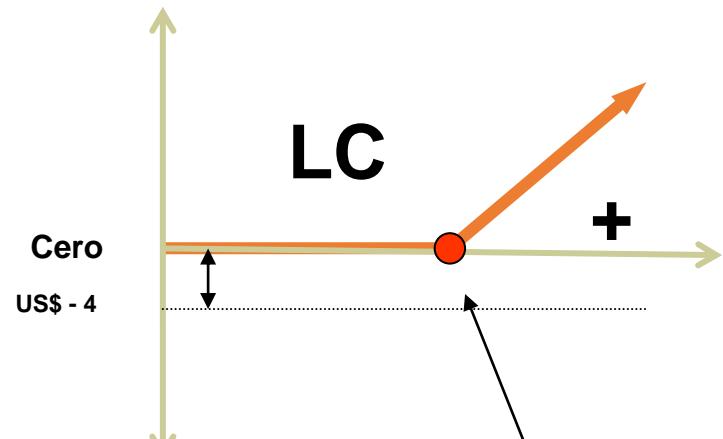
Perdería la contraparte, es decir el Sr. Fernandez, quien deberá vender una acción de IBM a US\$ 25.00 aun cuando esta se cotice en el mercado a US\$ 32.00 , con lo cual su perdida neta sería: US\$  $(25+4-32)$ : US\$ 3.00

**11)** Representarlo gráficamente

**12)** Luego de establecer el grafico, explicar si le convendría ejecutar su opción "Call" al Sr. Gonzales en la fecha del ED si el precio de la acción de IBM asciende a US\$ 27.00

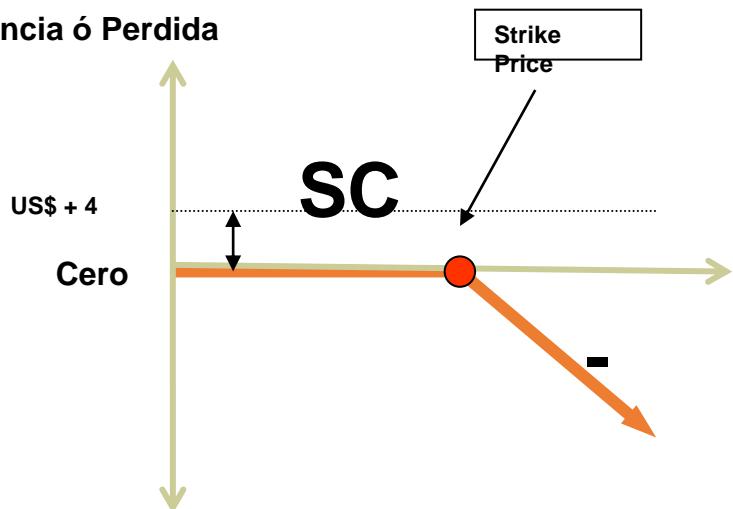
# Solución: Gráficamente

Ganancia ó Perdida



**LC**

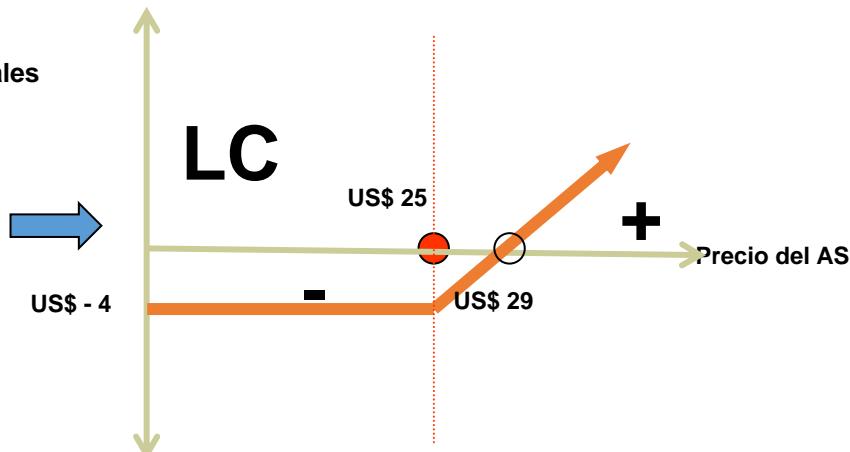
Ganancia ó Perdida



Strike  
Price

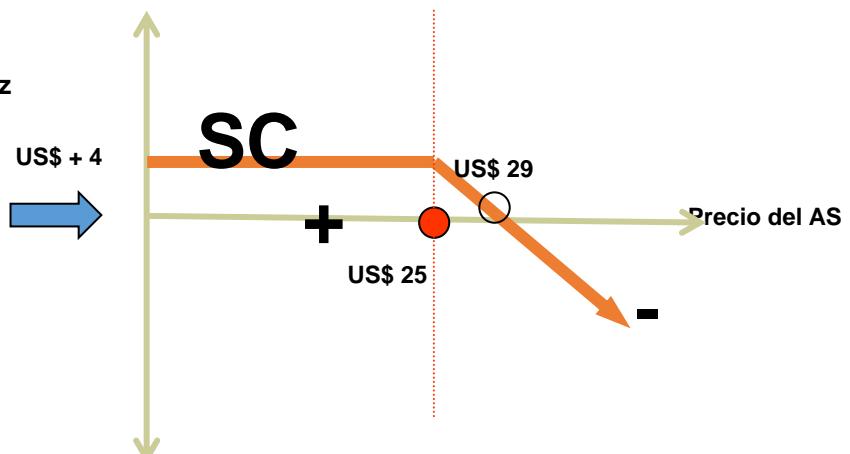
**SC**

Sr. Gonzales



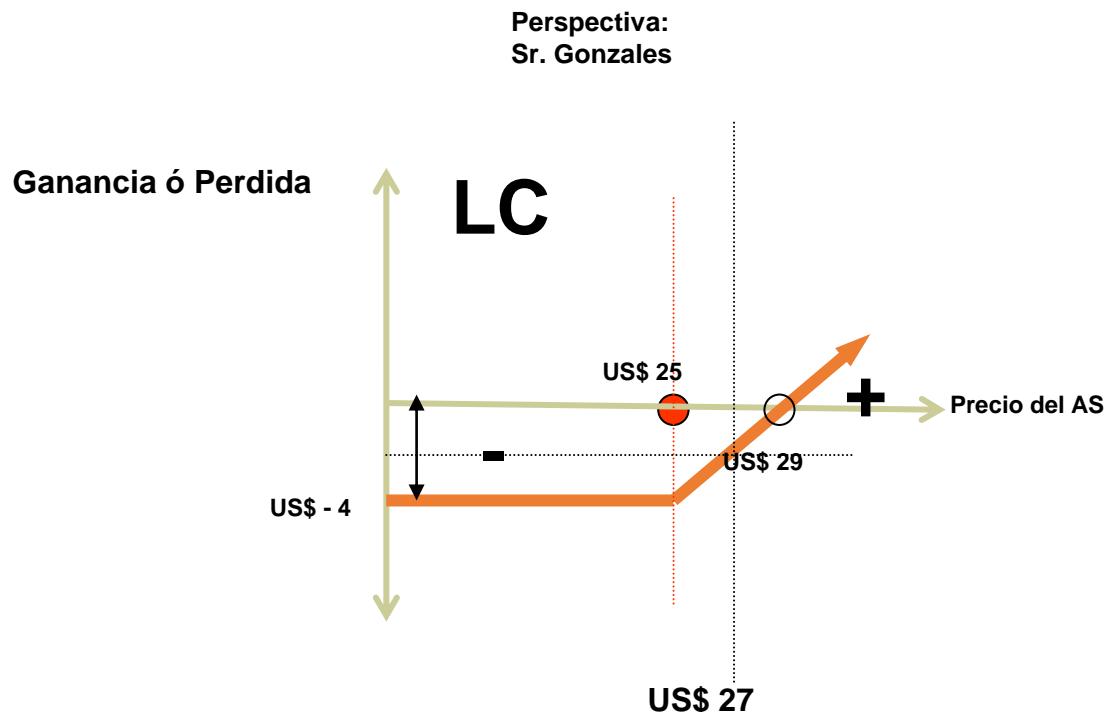
**LC**

Sr.  
Fernández



**SC**

# Solución: Gráficamente



Si bien es cierto a US\$ 27 perderá dinero (Out-of-the-money) recuperara parte del valor de la Prima (US\$ 4), es decir US\$ 2, ya que ejecutara su opción a US\$ 25, cuando la acción vale US\$ 27, con lo cual su perdida neta descenderá a US\$  $(27 - 25 - 4) = \text{US\$ } 2.00$ .

En resumen, a partir de un precio de la acción de IBM (AS) de US\$ 25 en adelante, ira disminuyendo gradualmente su perdida, hasta llegar al punto de “equilibrio” (At-the-money), a partir de ese momento (en caso la acción llegase a ese precio), estará In-the-money (ó ganado dinero)

# Ejemplo Opciones: Calls & Puts

**Microsoft Corp. (MSFT)**

At 4:00PM ET: **24.78** ↓ 0.01 (0.04%)

ED: Fecha de expiración de la Opción

**Options**

Precio Actual del AS “Microsoft”

View By Expiration: [Oct 05](#) | [Nov 05](#) | [Jan 06](#) | [Apr 06](#) | [Jan 07](#) | [Jan 08](#)

Options Expiring Fri, Nov 18, 2005

Calls

Symbol	Last	Change	Bid	Ask	Volume	Open Int	Strike Price	Puts Symbol	Last	Change	Bid	Ask	Volume	Open Int
<a href="#">MQFKU.X</a>	17.00	0.00	17.20	17.40	50	1,050	7.50	<a href="#">MQFWU.X</a>	0.00	0.00	N/A	0.05	0	0
<a href="#">MQFKB.X</a>	14.70	0.00	14.70	14.90	11	485	10.00	<a href="#">MQFWB.X</a>	0.00	0.00	N/A	0.05	0	0
<a href="#">MQFKV.X</a>	12.20	0.00	12.20	12.40	12	549	12.50	<a href="#">MQFWV.X</a>	0.00	0.00	N/A	0.05	0	0
<a href="#">MQFKC.X</a>	9.90	↑ 0.50	9.70	9.90	54	237	15.00	<a href="#">MQFWC.X</a>	0.00	0.00	N/A	0.05	0	0
<a href="#">MQFKW.X</a>	7.20	↑ 0.30	7.20	7.40	98	113	17.50	<a href="#">MQFWW.X</a>	0.00	0.00	N/A	0.05	0	0
<a href="#">MQFKD.X</a>	4.80	↓ 0.10	4.70	4.90	1,604	1,001	20.00	<a href="#">MQFWD.X</a>	0.00	0.00	N/A	0.05	0	0
<a href="#">MSQKX.X</a>	2.40	0.00	2.35	2.40	1,602	13,717	22.50	<a href="#">MSQWX.X</a>	0.10	0.00	0.05	0.10	6,243	9,318
<a href="#">MSQKJ.X</a>	0.50	↓ 0.10	0.50	0.55	11,794	66,722	25.00	<a href="#">MSQWJ.X</a>	0.70	0.00	0.75	0.80	7,794	43,690
<a href="#">MSQKY.X</a>	0.05	0.00	0.05	0.10	395	30,250	27.50	<a href="#">MSQWY.X</a>	2.85	↑ 0.10	2.75	2.85	819	12,175
<a href="#">MSQKK.X</a>	0.05	0.00	N/A	0.05	1	3,378	30.00	<a href="#">MSQWK.X</a>	5.10	↑ 0.10	5.20	5.30	888	2,021
<a href="#">MSQKZ.X</a>	0.05	0.00	N/A	0.05	2	2	32.50	<a href="#">MSQWZ.X</a>	8.10	0.00	7.70	7.80	50	195
<a href="#">MSQKL.X</a>	0.00	0.00	N/A	0.05	0	0	35.00	<a href="#">MSQWL.X</a>	10.60	0.00	10.20	10.30	50	50
<a href="#">MSQKI.X</a>	0.05	0.00	N/A	0.05	326	326	45.00	<a href="#">MSQWI.X</a>	20.60	0.00	20.20	20.30	50	50

Highlighted options are in-the-money.

Call: La Opción costara US\$ 0.05 para tener el derecho, mas no la obligación, de comprar el AS “Microsoft” a US\$ 30.00 (Strike Price)

Put: La Opción costara US\$ 5.10 para tener el derecho, mas no la obligación, de vender el AS “Microsoft” a US\$ 30.00 (Strike Price)

# Anexo

# Ejercicios Adicionales

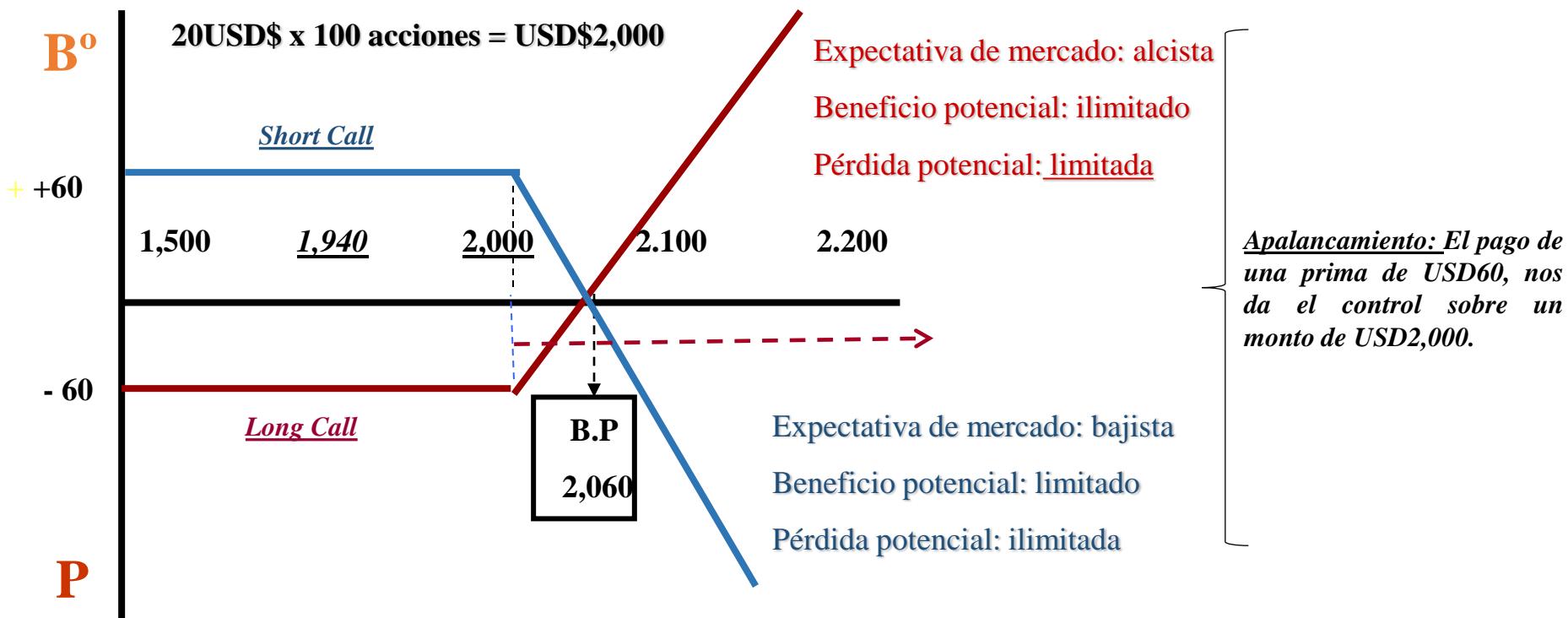
# Opciones: Call

## Ejemplo:

Un inversionista esta interesado en comprar (Long Call) un paquete de acciones (100) de la empresa “X” a un precio de 20USD\$ el 31 de octubre del 2013, por lo tanto otro inversionista esta dispuesto a venderlo ( Short Call) esa misma acción “X” al 31 de octubre del 2013 por el cual se **solicita una prima de 60USD\$**

# Compra de una Opción Call

- (Long Call) Compra el paquete de opciones “X” a 20USD, 31 de Octubre del 2013. Prima pagada: 60USD .
- ( Short Call) Venta Call , paquete de opciones “X” a 20USD, 31 de Octubre del 2013 Prima recibida 60USD\$



Nota: Si para la fecha pactada la acción estuviera en USD18 el comprador ( Long Call) No realizaría la opción y perdería su prima de USD60

# Opciones: Call

## Conclusión:

- Las opciones Call tiene un gran poder de apalancamiento, porque permiten controlar el precio de una gran inversión a través de una prima.
- Continuando con el ejemplo anterior, nos ponemos en el caso que el comprador del Long Call no tiene los USD\$2,000 para adquirir las 100 acciones, y resulta que el precio de las acciones están a 25USD\$ es decir unos USD\$2,500. El podría vender su opción hasta un precio de USD\$ 490, Generando una ganancia de 816% de su Inversión

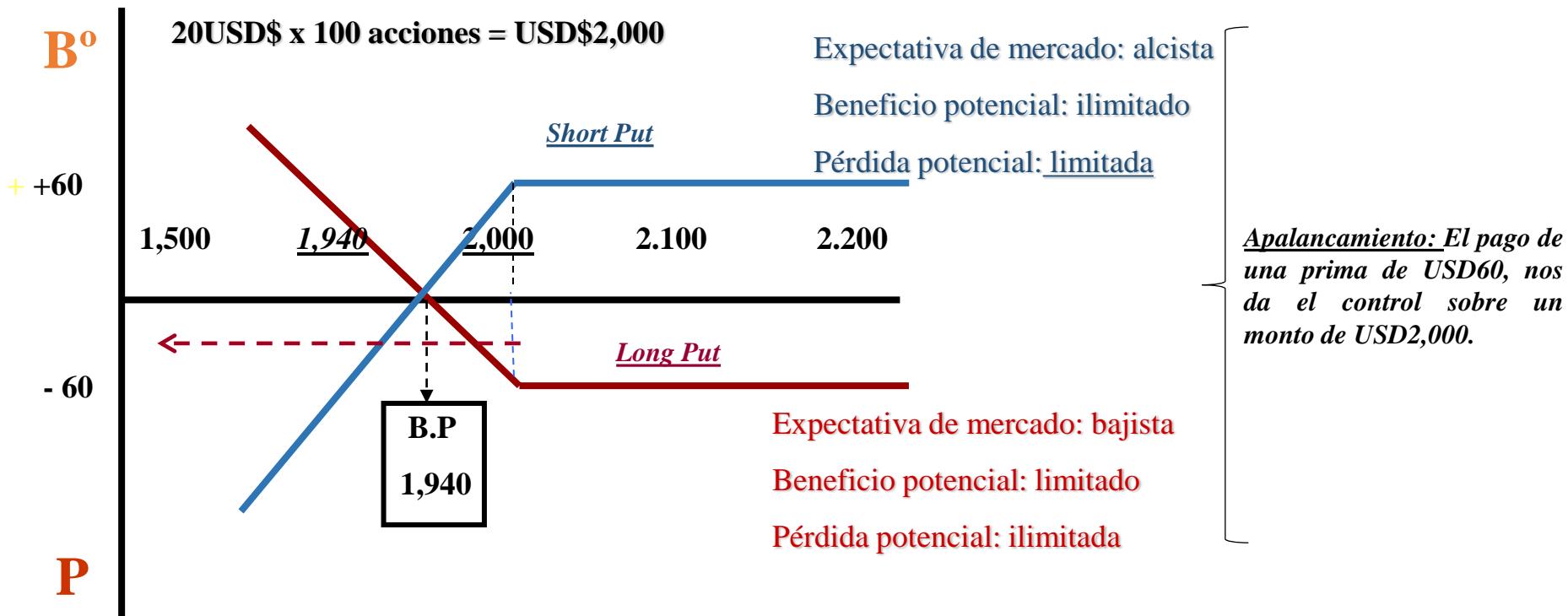
# Opciones: Put

## Ejemplo:

Un inversionista esta interesado en vender ( Long Put) un paquete de acciones (100) de la empresa “X” a un precio de 20USD\$ el 31 de enero del 2014, por lo tanto otro inversionista esta dispuesto a comprarle ( Short Put) esa misma acción “X” el 31 de enero del 2014 por el cual se **solicita una prima de 60USD\$**

# Compra de una Opción Put

- (Long Put) Venderá el paquete de opciones “X” a 20USD, 31 de enero de del 2014. Prima pagada: 60USD .
- ( Short Put) Comprara el paquete de opciones “X” a 20USD, 31 de enero del 2014 Prima recibida 60USDS



# Opciones: Put

## Conclusiones:

- Las opciones (**Long Put**) tienen un gran poder de apalancamiento, porque permiten controlar el precio de una venta través de una prima.
- Continuando con el ejemplo anterior, nos ponemos en el caso que el comprador del Long Put no desea vender el paquete de acciones a USD\$2,000y resulta que el precio de las acciones están ahora 15USD\$ es decir en el mercado están valorizados en unos USD\$1,500. El podría vender su opción Put a otra inversionista interesado e vender las mismas acciones, hasta un precio de USD\$ 490, Generando una ganancia de **816%** de su Inversión

