



### RECUADRO 7 COSTOS DE EMISIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA

Los costos de emisión de instrumentos de deuda pueden restarle atractivo al mercado de capitales como opción de financiamiento para las grandes empresas y constituir un factor limitante para el acceso de las medianas y pequeñas empresas. El proceso de emisión puede dividirse en cuatro etapas, cada una de las cuales requiere el cumplimiento de ciertas actividades que implican un costo y un plazo de duración determinada:

**I. Preparación interna de la empresa.**- Es una etapa previa al proceso de emisión donde la empresa se fija en el cumplimiento de las condiciones necesarias para acceder al mercado de capitales. Las principales actividades de esta fase son:

- Formalización vía la observancia de la Ley General de Sociedades y el cumplimiento de las obligaciones tributarias.
- Adecuación de la estructura organizativa y empresarial.
- Profesionalización de la gerencia.
- Disponer de información contable y financiera de calidad.
- Auditoría interna de los estados financieros.
- Adopción de los principios de buen gobierno corporativo.
- Cumplimiento de los requerimientos de información.
- Desarrollo de una estrategia de crecimiento y de planes de negocios: ¿Para qué se busca financiamiento en el mercado de capitales?

Esta etapa no se considera como un costo asociado a la emisión dado que las actividades mencionadas son propias de una empresa que busca desarrollarse y modernizarse. La duración

de esta etapa es indeterminada, depende del estado inicial de la empresa y de la velocidad de los esfuerzos de la gerencia para adecuar la empresa.

**II. Preparación de la emisión.-** Son los pasos que deben seguir los emisores para colocar valores mobiliarios en el mercado de capitales:

- Acuerdo de emisión por la Junta General de Accionistas y/o Directorio.
- Elección del estructurador y del agente colocador. Incluye asesoría legal para el estructurador.
- Definición del tipo de valor a emitir, así como de los montos, plazos y momento.
- Due Dilligence legales, contables, financieros, operativos de la empresa realizados por el estructurador.
- Elaboración del Prospecto Marco (emisor-estructurador) y del Contrato de Emisión (emisor-representante de obligacionistas).
- Presentación de información financiera auditada de los 2 últimos ejercicios anuales, última información trimestral no auditada. Se requiere la contratación de una auditoría externa.
- Contratación de 2 empresas clasificadoras de riesgo. En caso de tratarse de una oferta dirigida a inversionistas acreditados se requiere sólo una clasificación de riesgo.
- Adquisición del certificado para el sistema MvNet<sup>48</sup>.
- Contratar a un representante de obligacionistas (no necesario para los instrumentos de corto plazo).

La duración de esta fase se estima en 3-4 meses.

**III. Inscripción y colocación de una Oferta Pública Primaria.-** Se requiere:

- Inscripción de la emisión o programa en el Registro Público del Mercado de Valores.
- Publicación de la Resolución de Conasev, en el diario oficial El Peruano, inscribiendo el programa.
- Comunicación de inscripción del valor a la Bolsa de Valores de Lima (negociación secundaria) y a Cavali (desmaterialización y pagos de cupón).
- Actualización del Prospecto Marco y del Contrato de Emisión.
- Publicación del aviso de colocación de la Oferta Pública Primaria en el diario oficial El Peruano y en uno de los diarios de mayor circulación.
- Efectuar la colocación a través del agente colocador.

48 El MVNet es un sistema electrónico de intercambio de información. Es una extranet para las empresas que tienen la obligación de comunicar información relevante a la Conasev. Este sistema utiliza tecnologías de certificados digitales, que permiten identificar de una manera eficiente y segura la identidad del usuario que está accediendo. Dichos certificados permiten que el usuario envíe archivos firmados digitalmente, a la vez que recibe un cargo igualmente firmado.





- Enviar los resultados de la emisión a la Conasev, a la Bolsa de Valores de Lima y a la SBS.

**IV. Mantenimiento de Oferta Pública Primaria.-** Son los pagos y actividades que se deben realizar de forma periódica posterior a una emisión:

- Pago de contribución mensual a Conasev, a la Bolsa de Valores de Lima (derecho de cotización) y a Cavali.
- Pago al representante de obligacionistas.
- El representante de los obligacionistas debe informar a la Conasev sobre la evolución de las condiciones de la emisión.
- Envío de estados financieros trimestrales y anuales, memoria anual, hechos de importancia y reporte de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo a la Conasev. El costo asociado son las horas/hombre del personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información (representante bursátil y otros).

A continuación, se estima los costos asociados a la emisión de bonos a 5 años de plazo. Se considera un bono del tipo *bullet* (redención del principal al vencimiento) y con pago de cupones anuales. Se presenta el caso para 4 escalas distintas de emisión, asumiéndose una misma tasa de colocación para visualizar el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva de financiamiento.

Los principales costos de emisión de bonos corporativos se concentran en los gastos de estructuración, los gastos legales, el gasto en auditoría externa, el costo de contratación de dos clasificadoras de riesgo y la comisión del agente colocador. Cabe destacar que todos los principales costos mencionados a excepción de la comisión por colocación, son de monto fijo.

De otro lado, una emisión implica también un gasto anual de mantenimiento mientras exista un saldo vigente. El gasto de mantenimiento viene dado por la contratación anual de dos clasificadoras de riesgo, la auditoría externa anual, el costo del Representante Bursátil y el cumplimiento de los requerimientos de información, el pago al Representante de Obligacionistas, y las contribuciones mensuales a la Conasev, Bolsa de Valores de Lima y Cavali.

Se observa que los costos de emisión como porcentaje del monto total emitido disminuyen a medida que aumenta la escala de la emisión, debido al alto componente de los costos fijos. Así, para una escala de US\$ 5 millones los costos de emisión representan el 2,74% del monto emitido mientras que para una escala de US\$ 50 millones, los costos de emisión representarían sólo el 0,44%. De igual forma, el tamaño de la emisión influye en el gasto anual de mantenimiento, como porcentaje del monto emitido. Para una emisión de US\$ 5 millones, el gasto anual de mantenimiento equivale al 1,55% mientras que para US\$ 50 millones equivale al 0,25%.

COSTO DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS EN EL MERCADO PERUANO DE CAPITALES (EN US\$)					
Supuestos	Monto emisión	Escala 1 5 000 000	Escala 2 10 000 000	Escala 3 20 000 000	Escala 4 50 000 000
<b>Gastos de preparación de la emisión</b>	Estructuración	50 000	50 000	50 000	50 000
	Gastos legales	25 000	25 000	25 000	25 000
	Auditoría externa	20 000	20 000	20 000	20 000
	Contratación de un representante de obligacionistas	5 000	5 000	5 000	5 000
	Contratación de 2 clasificadoras de riesgo	20 000	20 000	20 000	20 000
	Otros gastos 1/	3 100	3 100	3 100	3 100
<b>Gastos para efectuar la Oferta Pública Primaria</b>	Inscripción Conasev	1 286	1 286	1 286	1 286
	Publicación Resolución en El Peruano	246	246	246	246
	Inscripción BVL: 0,0375%	1 875	3 750	7 500	18 750
	Inscripción Cavali	100	100	100	100
	Gastos de publicación, registrales y de impresión 2/	3 015	3 015	3 015	3 015
Comisión de colocación: 0,15%	7 500	15 000	30 000	75 000	
<b>Gasto anual de mantenimiento de la emisión</b>	Conasev: 0,0035% mensual	2 100	4 200	8 400	21 000
	BVL: 0,002% mensual	1 200	2 400	4 800	12 000
	Cavali: 0,001% mensual (Mín US\$ 100; Máx US\$ 300)	1 200	1 200	2 400	3 600
	Clasificadoras	36 000	36 000	36 000	36 000
	Representante de Obligacionistas: 0,035% anual	1 750	3 500	7 000	17 500
	Auditoría externa	20 000	20 000	20 000	20 000
	Representante bursátil 3/	15 000	15 000	15 000	15 000
<b>Costos totales</b>	Costo total de efectuar la emisión	137 122	146 497	165 247	221 497
	(En % de la emisión)	2,74%	1,46%	0,83%	0,44%
	Gasto anual de mantenimiento de la emisión	77 250	82 300	93 600	125 100
	(En % de la emisión)	1,55%	0,82%	0,47%	0,25%

1/ Gastos registrales, costo del certificado para el sistema MvNet, gastos de impresión del Prospecto Marco y de preparación de información.  
2/ Gastos de publicación de la OPP en El Peruano y en uno de los diarios de mayor circulación, gasto de registro del Contrato de Emisión Complementario y de impresión del Prospecto Marco Complementario.

3/ Costo del personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información.

Fuente: Conasev, Bolsa de Valores de Lima, Cavali, etc.

Utilizando la metodología de la Tasa Interna de Retorno, se calcula la tasa de costo efectivo anual para cada escala de emisión para todo el período en base al flujo de caja anual de la emisión (desembolso de los recursos, costos de emisión, pago de intereses, gastos de mantenimiento y amortización de capital). Es decir, la tasa de costo efectivo anual incluye la tasa de interés de la emisión (7% anual), los costos incurridos para efectuar la emisión en el momento inicial y los gastos anuales de mantenimiento, por lo que obtenemos nuevos resultados para evaluar los costos de emisión. Se aprecia un menor impacto en el costo efectivo del financiamiento conforme se incrementa la escala de la emisión. Para una emisión de US\$ 5 millones los costos de emisión elevan el costo efectivo del financiamiento en 225 puntos básicos mientras que para una escala de emisión de US\$ 50 millones, el costo efectivo de financiamiento aumenta en 36 puntos básicos.

#### ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LOS COSTOS DE EMISIÓN EN LA TASA EFECTIVA ANUAL DE FINANCIAMIENTO DE UNA EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

Escala de la emisión	Tasa de interés 1/	Costo efectivo 2/
US\$ 5 MM	7,00%	9,25%
US\$ 10 MM	7,00%	8,19%
US\$ 20 MM	7,00%	7,67%
US\$ 50 MM	7,00%	7,36%

Elaboración propia.

Cabe resaltar como una medida para promover el mercado de capitales, la creación del sistema e-prospectus que es un procedimiento de inscripción automática de

