



Women's World Banking  
Guía de mercados de capital  
para instituciones de microfinanzas (IMF)

Marzo de 2007

- I. Introducción a los mercados de capital
- II. Requisitos básicos para acceder a los mercados de capital
- III. Participantes clave en las transacciones de los mercados de capital
- IV. Descripción del proceso de calificación
- V. Colocaciones privadas y emisiones públicas
- VI. Instrumentos de los mercados de capital
  - A. Papel comercial
  - B. Bonos senior y subordinados
  - C. Capital accionario: Acciones ordinarias y preferentes
  - D. Titularizaciones
  - E. Obligaciones garantizadas con activos de deuda
- VII. Instrumentos para mejoramiento del crédito
  - A. Garantías financieras
  - B. Cartas de crédito Stand-By
- VIII. Preguntas de evaluación para bancos de inversión o agentes de bolsa en calidad de colocadores
- IX. Cómo presentar el éxito de su institución a las agencias calificadoras de valores y a los inversionistas

## APÉNDICE

- 1. Descripción del proceso de calificación, Apéndice
- 2. Papel comercial, Apéndice
- 3. Bonos senior y subordinados, Apéndice
- 4. Capital accionario: Acciones ordinarias y preferentes, Apéndice
- 5. Titularización, Apéndice
- 6. Obligaciones garantizadas con activos de deuda y obligaciones garantizadas con préstamos, Apéndice
- 7. Instrumentos para mejoramiento del crédito, Apéndice
- 8. Otros instrumentos del mercado de capital, Apéndice
- 9. Preguntas de evaluación para bancos de inversión o agentes de bolsa en calidad de colocadores, Apéndice

# Reconocimientos



- ▶ Esta guía es el resultado de la cooperación de Women's World Banking con un equipo de profesionales de Lehman Brothers, Inc., quienes ofrecieron generosamente su tiempo y experiencia profesional como parte del programa de servicio comunitario de la Firma. Women's World Banking desea extender su sincero agradecimiento a los siguientes miembros del equipo de Lehman Brothers por su trabajo en este proyecto:
  - Al equipo central de investigación: Bhakti Mirchandani, Murali Valluri, Pradip Ghosh, Amrit David, Isaac Chu, Rahul Pande y Chaitanya Penubarthi, nuestro sincero agradecimiento por todo su trabajo de investigación y redacción para la guía.
  - A Ashish Shah, Srinivas Modukuri y Gaurav Tejwani, nuestro agradecimiento por compartir su experiencia como revisores a fin de asegurar que este trabajo cumpliera con los más altos estándares de calidad.
  - A Paresh Patel, Presidente del Comité de Filantropía de la Red Asiática de Lehman Brothers y a Jo Weiss, Director de Donaciones Estratégicas, nuestro agradecimiento por abogar por este proyecto.
  
- ▶ Women's World Banking elaboró este proyecto y el Equipo de Productos y Servicios Financieros, integrado por Louise Schneider-Moretto, Rocío Cavazos y Christina Frank, realizó importantes aportes a lo largo de todo su desarrollo. Ellos desean brindar un reconocimiento personal al apoyo y los esfuerzos de todo el equipo de Lehman Brothers y a aquellos integrantes de la red cuyos aportes para este informe fueron de utilidad. Además, esta publicación se benefició con la diagramación y la asistencia editorial de Donald Creedon y Robin Francis del Equipo de Comunicaciones de WWB.
  
- ▶ **Women's World Banking** es una organización líder sin fines de lucro, dedicada a las microfinanzas, que trabaja para expandir los activos, la participación y el poder de las mujeres de bajos ingresos y sus familias, permitiéndoles acceder a información y servicios financieros. El equipo global de WWB, con sede en la ciudad de Nueva York, trabaja estrechamente con la red de WWB de más de 50 socios de microfinanzas para ayudar a las mujeres de bajos ingresos a comenzar negocios pequeños y sostenibles a fin de escapar de la pobreza. La red de WWB llega a casi 23 millones de clientes en más de 30 países.
  
- ▶ **Lehman Brothers**, un innovador en finanzas globales, brinda servicios para las necesidades financieras de compañías, gobiernos y municipalidades, clientes institucionales y personas de alto patrimonio, en todo el mundo. Fundada en 1850, Lehman Brothers mantiene posiciones de liderazgo en colocaciones de acciones y valores de renta fija, mercados secundarios e investigación, banca de inversión, administración privada de inversiones, administración de portafolios y fondos de inversión en capital privado. La Firma tiene su sede en Nueva York, con sedes regionales en Londres y Tokio, y realiza operaciones en una red de oficinas en todo el mundo.

**LEHMAN BROTHERS**

Copyright © 2006 Women's World Banking  
Todos los derechos reservados

Ninguna parte de este informe puede fotocoparse, traducirse ni reducirse a ningún medio electrónico o forma legible por máquina, sin el previo consentimiento por escrito de Women's World Banking.

# Serie de publicaciones sobre administración financiera de WWB



- ▶ Al reconocer el potencial de crecimiento de las instituciones de microfinanzas (IMF) bien administradas, Women's World Banking ha desarrollado herramientas y programas de capacitación para ayudar a las IMF a generar sofisticadas estructuras y sistemas de administración financiera que son de vital importancia para explotar nuevas formas de capital y negociar mejores términos financieros.
  
- ▶ El liderazgo de WWB en esta área se refleja en las publicaciones y herramientas adicionales de su Serie de Administración Financiera, la cual incluye:
  - Administración del riesgo cambiario en microfinanzas
  - Estrategias para la integración financiera: Acceso a la deuda comercial
  - Manual para desarrollar una política de administración del riesgo financiero
  - Curso electrónico: Desarrollar y utilizar herramientas para la administración del riesgo financiero
  
- ▶ Estas y otras publicaciones y herramientas de microfinanzas pueden encontrarse en el sitio web de WWB: [www.womensworldbanking.org](http://www.womensworldbanking.org).



- ▶ **Objetivo:** Esta guía pretende proporcionar una descripción general de los mercados de capital a los gerentes generales, gerentes financieros y a otras personas encargadas de tomar decisiones en las instituciones de microfinanzas (IMF). A medida que los mercados de capital se desarrollan en las economías emergentes, las IMF tienen cada vez mayor capacidad para acceder a ellos. Este acceso les permite a las IMF diversificar las fuentes de financiación, reducir el riesgo cambiario (mediante fuentes de capital locales en lugar de extranjeras), y apoyar el crecimiento y la diversificación de productos de préstamos (por ej.: préstamos para viviendas) a través de financiamiento a más largo plazo. Además, el acceso a los mercados de capital aumenta el conocimiento que el público tiene sobre las microfinanzas y las IMF, y tiene como resultado la generación de capacidad en las IMF a medida que se adaptan para satisfacer las demandas de mayor transparencia en los mercados de capital.
- ▶ **Antecedentes:** La comprensión de los mercados de capital —cómo funcionan, los principales participantes, los instrumentos disponibles, cómo evaluar a los asesores financieros y bancos de inversión y cómo preparar y acceder a estos mercados—es de fundamental importancia para las IMF que están interesadas en expandir y diversificar las ofertas de productos para sus clientes. Con el objetivo de ayudar a las IMF a desarrollar una visión que les permita acceder a los mercados de capital y comprender los elementos que anteceden, Women's World Banking (WWB) ha organizado talleres anuales sobre los mercados de capital. A medida que las IMF aumentan cada vez más su acceso a los instrumentos de mercados de capital [incluyendo las recientes transacciones de bonos de IMF, obligaciones garantizadas con activos de deuda (o CDO por sus siglas en inglés), titularizaciones, coberturas cambiarias], WWB identificó la necesidad de elaborar una guía básica a fin de ayudar a los gerentes de IMF a comprender y distinguir entre estas ofertas del mercado. La guía adjunta fue elaborada en cooperación con Lehman Brothers, un banco de inversión líder que posee vasta experiencia en mercados de capitales, como parte del programa de Servicio Comunitario de la Firma. La esperanza es que las IMF desarrollen una sólida base en estos conceptos y procuren oportunidades a fin de sacar el mayor provecho de sus mercados de capital a nivel local o internacional.
- ▶ **Estructura:** La guía proporciona una descripción general de los mercados de capital e incluye perspectivas básicas de los participantes, instrumentos, emisiones privadas y públicas más importantes de estos mercados, así como también del proceso de calificación. También contiene una lista de verificación para la evaluación de bancos de inversión o asesores financieros, asesoramiento sobre cómo presentar el éxito de la institución a las agencias calificadoras de valores y a los inversionistas, y múltiples apéndices que se extienden más sobre estos conceptos e instrumentos clave.



## Introducción a los mercados de capital

# Introducción a los mercados de capital



## ¿Qué son los mercados de capital?

- ▶ Mercados en los que se compran y venden instrumentos financieros, tales como deuda (obligaciones financieras) o acciones (participaciones en la propiedad de compañías)
- ▶ Incluye tanto ofertas primarias (títulos valores emitidos a los inversionistas por primera vez) y ofertas secundarias (reventa de títulos valores ya emitidos)
- ▶ Entre los participantes están las firmas emisoras, los gobiernos y municipalidades, inversionistas institucionales e individuales, agentes de bolsa y bancos.
- ▶ En general, están regulados por las autoridades reglamentarias locales, como la Securities and Exchange Commission (SEC) en los Estados Unidos, la Financial Services Authority (FSA, Reino Unido), la Securities and Exchange Board of India (SEBI), la Comissão de Valores Mobiliários (CVM, Brasil) y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV, México)

## Ejemplos del tamaño de los mercados clave:

	<b>Mercado de deuda (Miles de millones USD)<sup>1</sup></b>	<b>Mercado accionario (Miles de millones USD)<sup>2</sup></b>
▶ EE.UU.	\$20,311 Total; \$14,386 No gubernamental	\$15,364
▶ Japón	\$8,371 Total; \$1,766 No gubernamental	\$4,504
▶ Brasil	\$523 Total; \$113 No gubernamental	\$533
▶ India	\$279 Total; \$11 No gubernamental	\$583
▶ Malasia	\$124 Total; \$72 No gubernamental	\$189
▶ Indonesia	\$50 Total; \$6 No gubernamental	\$96,5

1. A diciembre de 2005  
2. Al 16 de julio de 2006



## Ventajas del acceso a los mercados de capital para emisores

Qué ofrecen los mercados de capital

- ▶ Diversificación de financiamiento mediante nuevas fuentes de capital
- ▶ Tasas de financiamiento que pueden ser más favorables que las disponibles a través de préstamos bancarios, financiamiento privado u otras fuentes de capital.
- ▶ Vencimientos más largos de los que habitualmente están disponibles de bancos y muchos inversionistas especializados
- ▶ Publicidad a una vasta audiencia y promoción de la imagen del emisor
- ▶ Información valiosa acerca de la percepción del mercado de lo apropiado de determinado curso de acción por parte del emisor mediante movimientos en los precios de los títulos valores (si existe un mercado secundario activo, el cual no es el caso en muchos mercados locales emergentes)

## Desventajas del acceso a los mercados de capital para emisores

- ▶ Necesidad de demostrar responsabilidad ante los inversionistas externos, lo cual requiere una relación adicional y atención a la administración de transacciones.
- ▶ Posibles restricciones sobre el uso de los fondos (cláusulas de obligaciones del emisor)
- ▶ Mayores requisitos de transparencia, lo cual significa más informes
- ▶ Costos administrativos potencialmente altos



## Requisitos básicos para acceder a los mercados de capital



# Mercados de capital: Definiciones



- ▶ **Auditor**
  - Firma contable que examina y verifica los registros financieros y documentos de respaldo de una compañía, comparándolos con las normas y procedimientos contables locales, y confirma que la IMF cumple con tales procedimientos
- ▶ **Carta de seguridad del auditor (“Comfort Letter”)**
  - Declaración del auditor proporcionada a una compañía que se está preparando para una oferta pública de títulos valores, mediante la cual se confirma que los datos financieros del prospecto están de acuerdo con las normas de informes financieros.
- ▶ **Emisor**
  - Una entidad legal que desarrolla, registra y vende títulos valores con la finalidad de financiar sus operaciones. Los emisores pueden ser gobiernos, sociedades anónimas, fideicomisos u otras entidades legales como ONG (donde esté permitido).
- ▶ **Oferta primaria**
  - Se define como poner a disposición del público una emisión de nuevos títulos valores mediante una colocación. Después de la emisión original, la comercialización de estos títulos valores entre los inversionistas tiene lugar en el mercado secundario.
- ▶ **Prospecto \***
  - Un documento legal que ofrece títulos valores para venta y explica la oferta, incluyendo los términos, el emisor, el uso planificado de los fondos, el historial de estados financieros y otra información que podría ayudar a un inversionista a decidir si la inversión es adecuada. La versión inicial del prospecto producida antes de la determinación del precio de los títulos valores también se denomina “red herring” o prospecto preliminar. El prospecto final incluye los términos finales y la información pertinente a los precios de la emisión.
- ▶ **“Roadshow” o Reuniones promocionales \***
  - Una serie de reuniones con posibles inversionistas que una compañía lleva a cabo, junto con su colocador, antes de una oferta.
- ▶ **Titularización \***
  - El proceso de reunir un grupo de obligaciones de deuda, tales como hipotecas, en un fondo común que puede venderse como títulos valores a los inversionistas.
- ▶ **Fiduciario**
  - Una persona o agente (como un abogado o banco) que administra entidades establecidas específicamente como vehículos de emisión (suelen requerirse para las titularizaciones).
  - Los fiduciarios administran los activos y pasivos de la entidad emisora para el uso y beneficio de los inversionistas en la entidad.
- ▶ **Estructurador**
  - Un agente que diseña la estructura, términos y condiciones de una emisión de valores, generalmente un banco de inversión, o una casa o agente de bolsa.
- ▶ **Colocador**
  - Un intermediario entre el emisor de un título valor y el público inversionista, a menudo una casa o agente de bolsa. Con frecuencia una misma firma funge como estructurador y colocador.

\* En el apéndice se dispone de información adicional sobre este tema.

# Mercados de capital: Cronología ilustrativa



## Financiamiento mediante mercados de capital:

### Planificación de la transacción

Identificar las necesidades de financiamiento y las opciones de mercado  
Seleccionar asesores (colocador, legal, auditoría)

### Iniciación del proceso de debida diligencia

Iniciar la auditoría y comenzar la preparación de los datos  
Preparar la presentación a la agencia calificadora de valores  
Recopilar y revisar la documentación requerida  
Preparar borradores de los materiales de la oferta

### Finalización de la estructuración, auditoría, aspectos legales y documentación

Diseñar la estructura de la transacción  
Llevar a cabo análisis de flujo de caja y modelación de riesgos  
Finalizar las presentaciones para la agencia calificadora de valores  
Obtener las aprobaciones reglamentarias y gubernamentales requeridas  
Finalizar los términos y cláusulas de la emisión

Marketing

Precio

Cierre

Momento



# Mercados de capital: Descripción general



Las IMF que procuren obtener financiamiento mediante los mercados de capital en general deberán pasar por los siguientes procesos:

- ▶ **Planificación en profundidad de las transacciones antes de realizar la transacción:**
  - Procurar el apoyo de terceros pertinentes (estructuradores/colocadores, auditores, asesores legales, miembros de la junta directiva o fiduciarios) a fin de determinar las opciones adecuadas de financiamiento:
    - Deuda, acciones, titularización\*
    - Gestión del momento oportuno y volumen
    - Oferta pública vs. oferta privada\*\*
  - Llevar a cabo una preparación interna a fin de satisfacer las necesidades de la agencia calificadora de valores, el inversionista y el estructurador/colocador<sup>1</sup>
    - Esto abarcará temas comerciales, legales, de documentación y contables
  - Actualizar u obtener calificaciones del emisor o “institucionales” (posteriormente, la estructura de la transacción debe calificarse por separado)
  
- ▶ **Requisitos legales y de documentación** que cumplan con los estándares locales y/o internacionales, incluyendo:
  - Estados financieros auditados más recientes
  - Prospecto (consulte la próxima página)
  - Resolución de la Junta Directiva o Consejo de Administración en la que se autoriza la emisión
  - Opinión legal del abogado del emisor y del colocador
  - Carta de seguridad del auditor (“Comfort Letter”)
  - Autorizaciones reglamentarias

1. Independientemente de si la IMF está emitiendo deuda o acciones, se requerirá una importante cantidad de debida diligencia por parte de los estructuradores/colocadores, abogados, auditores, agencias calificadoras de valores y posibles inversionistas

\* En el apéndice se dispone de más información acerca de la titularización.

\*\* En la Sección 4 se describen las ofertas públicas y privadas.

# Mercados de capital: Documentación legal y de marketing



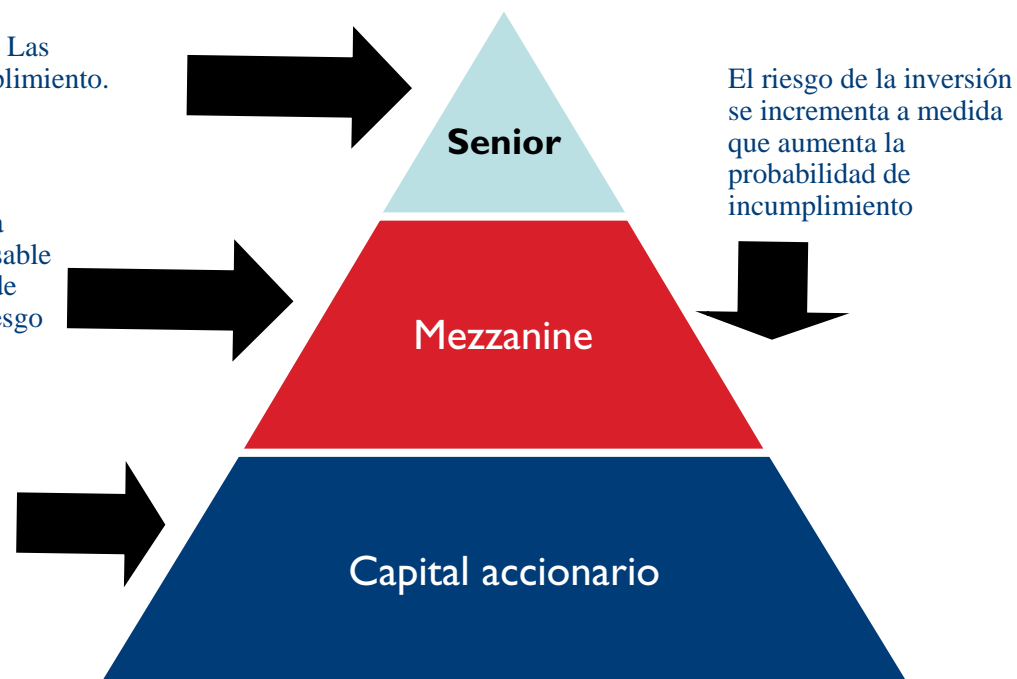
- ▶ Si bien los requisitos de la entidad reglamentaria de cada país son diferentes, en general, son los abogados, auditores, estructuradores/colocadores y representantes de la compañía (IMF) quienes elaboran una versión preliminar del prospecto que se utiliza para una transacción de mercados de capital y en la misma se incluyen los siguientes elementos: una explicación de la oferta (incluidos los términos); emisor; uso planificado del dinero; historial de estados financieros, y otra información que podría ayudar a un inversionista a decidir si la inversión es adecuada.
  
- ▶ La versión inicial también se denomina “red herring” o borrador preliminar.
  
- ▶ El prospecto normalmente incluye las siguientes secciones:
  - Aviso a los inversionistas (en general para consultar con el asesor legal antes de una compra o reventa)
  - Resumen de la oferta
  - Factores de riesgo
  - Uso de los fondos
  - Calificaciones
  - Descripción de la oferta
  - Descripción del emisor
  - Condición financiera del emisor (mínimo de 3 años de estados financieros)
  - Asuntos impositivos y legales
  - Plan de distribución de la emisión
  - Restricciones de compra y transferencia
  - Índice de términos definidos
  - Modelo de carta de adquisición (los inversionistas certifican que cumplen con los requisitos para los compradores)

## Las transacciones de los mercados de capital implican títulos valores con perfiles variantes de riesgo-retorno

La deuda senior (o no subordinada) es la deuda de mayor prioridad. Las obligaciones senior son las que primero se pagan en caso de incumplimiento.

El financiamiento mezzanine es una forma de deuda “junior” o “subordinada” que cierra la brecha entre las obligaciones senior y la emisión de acciones. El financiamiento mezzanine, que es reembolsable únicamente después de que se pagó la deuda senior, tiene una tasa de interés más alta para compensar a los prestamistas por asumir un riesgo mayor.

El capital accionario representa una participación en la propiedad de una compañía o de un fideicomiso o patrimonio autónomo. La presencia de capital accionario brinda protección a los inversionistas senior y mezzanine. Los pagos a los accionistas siempre son secundarios con respecto a los adeudados a proveedores de deuda.



- ▶ Al estructurar transacciones en los mercados de capital, la combinación de deuda senior, capital mezzanine y capital accionario afectará la calificación asignada a los títulos valores, así como también el costo de los fondos. Tal como se analizará más adelante, cuanto más alta sea la calificación, más bajo será el riesgo asumido por los inversionistas y, por consiguiente, más bajo será el retorno exigido.
- ▶ En el caso de las transacciones de titularización, se crea un fideicomiso o patrimonio autónomo con el propósito de vender activos que tienen diferentes niveles de riesgo, de acuerdo con la combinación de títulos valores senior, mezzanine y acciones.

# Mercados de capital: Descripción general



- ▶ **El marketing** a través de “roadshows” o rondas de reuniones promocionales de la gerencia es una parte fundamental del proceso de obtención de capitales.

Metodología	Beneficios	Consideraciones
▶ Presentaciones en persona (individuales o grupales)	▶ La presentación en vivo permite un contacto más estrecho con los inversionistas	▶ Alcance limitado
▶ Llamadas en conferencia personales	▶ Baja el costo del marketing a la vez que alcanza a una audiencia mayor	▶ En cierta forma, limita la interacción con los inversionistas
▶ Llamada en conferencia global con inversionistas	▶ Baja el costo de la promoción mientras alcanza a una mayor audiencia ▶ Mensaje más consistente	▶ Limita la interacción con los inversionistas
▶ Presentaciones “online”	▶ Baja el costo de la promoción mientras alcanza a una mayor audiencia ▶ Mensaje más consistente	▶ Posibles restricciones tecnológicas ▶ Tratamiento reglamentario incierto <sup>1</sup> ▶ Limita la interacción con los inversionistas

1. La información brindada a los posibles inversionistas sobre las ofertas primarias a menudo está sujeta a restricciones reglamentarias. Sin embargo, en la mayor parte de las jurisdicciones todavía se debate sobre las restricciones adecuadas en el uso de la tecnología con base en Internet.



# Mercados de capital: Descripción general



- ▶ Los mecanismos y la metodología para determinar el **precio** de una emisión dependen de un número de factores:
  - Tipo de financiamiento
    - Deuda vs. acciones
    - Con o sin garantía
    - Público vs. privado
  - Acuerdo de suscripción
    - El colocador habitualmente acepta efectuar la colocación con base al “mejor esfuerzo”, lo que significa que la IMF corre con todo el riesgo si no se venden todos los nuevos títulos valores (como un déficit del financiamiento deseado de la IMF)
    - En mercados más competitivos y desarrollados, como los EE.UU., un colocador puede ofrecer un compromiso firme por medio del cual se garantiza que el emisor recibirá un monto fijo de financiamiento, incluso si el colocador no es capaz de vender todos los títulos valores.
  - Base de inversionistas e interés de los inversionistas
    - Un alto nivel de interés de parte de los inversionistas puede ayudar a reducir el costo del financiamiento
    - En general, el interés de los inversionistas depende mucho de la percepción de riesgo que tengan de la entidad emisora
  - Privado y público
    - A veces las emisiones privadas pueden ser menos costosas ya que evitan los requisitos más onerosos de registro e informes públicos
    - Las emisiones públicas pueden permitir un mejor desarrollo de una más amplia base de inversionistas
    - Es posible que el registro público permita obtener una tasa de interés más baja, mientras que los costos de transacción de colocaciones privadas pueden ser más bajos
  - Mecanismo de venta
    - Para emisiones de acciones, los colocadores establecen el precio de venta de las acciones, para lo cual desarrollan un rango de valuación sobre la base de una revisión de debida diligencia, utilidades proyectadas, y los múltiplos de precios/utilidades de compañías similares que coticen en bolsa.
    - El proceso tradicional de subasta supone vender al oferente que tenga el precio más alto. En una subasta holandesa, la oferta ganadora es la del precio más bajo necesario para vender todos los títulos valores emitidos (los bonos del tesoro de los EE.UU. también se venden con este mecanismo)

# Sección 3



Participantes clave en  
las transacciones de los  
mercados de capital

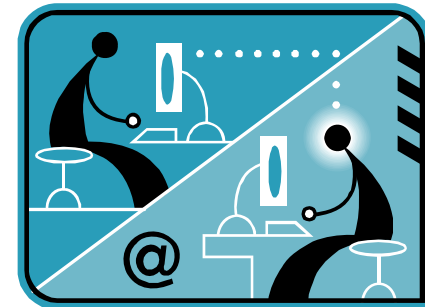
# Participantes clave en una transacción de mercados de capital



**Emisor (IMF)**



**Bolsa**



**Estructurador/Colocador**



**Calificadora de valores**



**Inversionista**



**Regulador**

# Participantes clave en las transacciones de los mercados de capital

## Emisor

- ▶ Una entidad legal que desarrolla, registra y vende títulos valores con la finalidad de financiar sus operaciones
- ▶ Los emisores son legalmente responsables de las obligaciones de la emisión y de informar las condiciones financieras, acontecimientos importantes y toda otra actividad operativa, según lo requerido por las reglamentaciones de sus jurisdicciones
- ▶ Los tipos más comunes de títulos valores emitidos son bonos (títulos de crédito, obligaciones, letras de cambio) y acciones ordinarias y preferentes

## Estructurador/Colocador

- ▶ Una compañía u otra entidad (banco de inversión, casa o agente de bolsa, banco comercial u otra institución financiera) que administra la emisión y distribución de títulos valores de una sociedad anónima u otro emisor
- ▶ Un estructurador diseña la estructura, términos y condiciones de una emisión
- ▶ Un colocador trabaja estrechamente con el emisor a fin de determinar el precio de oferta de los títulos valores, se los compra al emisor y los vende a inversionistas mediante la red de distribución del colocador

## Agencia calificadora de valores

- ▶ Una firma que evalúa la capacidad crediticia de las compañías y los países y asigna determinadas calificaciones de riesgo crediticio. Esta compañía también proporciona una calificación de riesgo a cada transacción incorporando en su análisis la estructura de la emisión
- ▶ La calificación de riesgo es un indicador financiero para posibles inversionistas de títulos de deuda, como bonos

## Bolsa

- ▶ Una organización cambiaria que brinda infraestructura a los corredores para comercializar acciones de compañías y otros títulos valores
- ▶ Las bolsas también proporcionan facilidades para la emisión y comercialización de títulos valores, así como también otros instrumentos financieros y eventos de capital, incluido el pago de ingresos y dividendos

## Inversionistas

- ▶ Bancos, fondos mutuos, fondos de retiro, compañías de seguros, administradores de portafolios, gobiernos e inversionistas individuales

## Regulador

- ▶ Un regulador proporciona supervisión, la cual sujeta a las instituciones financieras y los emisores a determinados requisitos, restricciones y lineamientos con el objetivo de mantener la integridad del sistema financiero

## Descripción del proceso de calificación



# ¿Por qué obtener una calificación?

**Si bien es posible que una calificación aumente el costo de conseguir capital, sirve como método invaluable para establecer credibilidad**

## Confianza de los inversionistas

- ▶ En los mercados de deuda, los inversionistas a menudo requieren que se determinen las calificaciones antes de comprometer el capital
  - Ayuda a los inversionistas a evaluar el riesgo del título valor que se emite
  - A muchos inversionistas institucionales no se les permite invertir en títulos valores no calificados
- ▶ Es posible que las IMF requieran más preparación para establecer una calificación debido a que tienen una trayectoria más limitada con las agencias calificadoras de valores tradicionales (quienes también deberán comprender las diferencias clave entre las IMF y las instituciones financieras tradicionales) y el uso especializado de los fondos

## Auto-verificación

- ▶ Al prepararse para la presentación a la agencia calificadora, el emisor pasa por un proceso por medio del cual puede asegurar que se han evaluado todos los aspectos de la estrategia de negocios
- ▶ También actúa como mecanismo para abrir el plan de negocios al escrutinio público, verificar suposiciones y viabilidad a largo plazo

## Marketing

- ▶ Una calificación también ayuda a identificar a la audiencia de inversionistas adecuada
- ▶ Ayuda a identificar el precio apropiado del título valor emitido

**Una calificación puede ser un componente clave para indicarle al mercado que el título valor ha pasado por escrutinio externo y ayudará a desarrollar la confianza de los inversionistas en el emisor y en el plan de negocios**

# Pautas de calificaciones

## S&P, Moody's y Fitch publican calificaciones sobre las entidades a fin de cuantificar su capacidad de cumplir con sus obligaciones financieras

Escala de calificaciones			Explicación
Moody's	S&P	Ejemplos	
Aaa1	AAA+	EUA/Reino Unido	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ “AAA” es la calificación más alta asignada por las calificadoras de valores y refleja que la capacidad del deudor de cumplir con su compromiso financiero sobre la obligación es sumamente sólida.</li> <li>▶ “AA” difiere solo levemente de “AAA”. La capacidad del deudor para cumplir con su compromiso financiero sobre la obligación es muy sólida.</li> <li>▶ Una calificación de “A” es de alguna forma más susceptible a los efectos adversos de los cambios en las circunstancias y condiciones económicas que las obligaciones en categorías con calificaciones más altas. Sin embargo, la capacidad del deudor para cumplir con su compromiso financiero sobre la obligación sigue siendo sólida.</li> <li>▶ Una obligación calificada como “BBB” exhibe parámetros adecuados de protección. No obstante, es más probable que las condiciones económicas adversas o circunstancias cambiantes debiliten la capacidad del deudor.</li> <li>▶ Una calificación de “BB” enfrenta una incertidumbre o exposición constante a las condiciones comerciales, financieras o económicas adversas que resultan de mayor envergadura y podrían llevar a la capacidad inadecuada del deudor para cumplir con su compromiso financiero sobre la obligación.</li> <li>▶ Una calificación de “B” es más vulnerable a la falta de pago que las obligaciones calificadas como “BB”, pero el deudor tiene actualmente la capacidad de cumplir con su compromiso financiero sobre la obligación</li> <li>▶ Una calificación de “CCC” es en la actualidad vulnerable al incumplimiento de pago, y el deudor depende de condiciones comerciales, financieras y económicas favorables para cumplir con su compromiso financiero sobre la obligación.</li> <li>▶ Una calificación de “CC” o “C” es sumamente vulnerable al incumplimiento de pago.</li> <li>▶ Una calificación de “D” es un incumplimiento de pago.</li> </ul>
Aaa2	AAA	Francia	
Aaa3	AAA-		
Aa1	AA+		
Aa2	AA		
Aa3	AA-	Italia	
A1	A+		
A2	A	Chile	
A3	A-	China	
Baa1	BBB+	Sudáfrica / México	
Baa2	BBB	Rusia	
Baa3	BBB-		
Ba1	BB+	India / Egipto / Marruecos	
Ba2	BB	Brasil / Colombia	
Ba3	BB-	Perú / Vietnam	
B1	B+		
B2	B	Pakistán	
B3	B-	República Dominicana	
Caa1	CCC+		
Caa2	CCC		
Caa3	CCC-		
D	D		

↑ Con grado de inversión

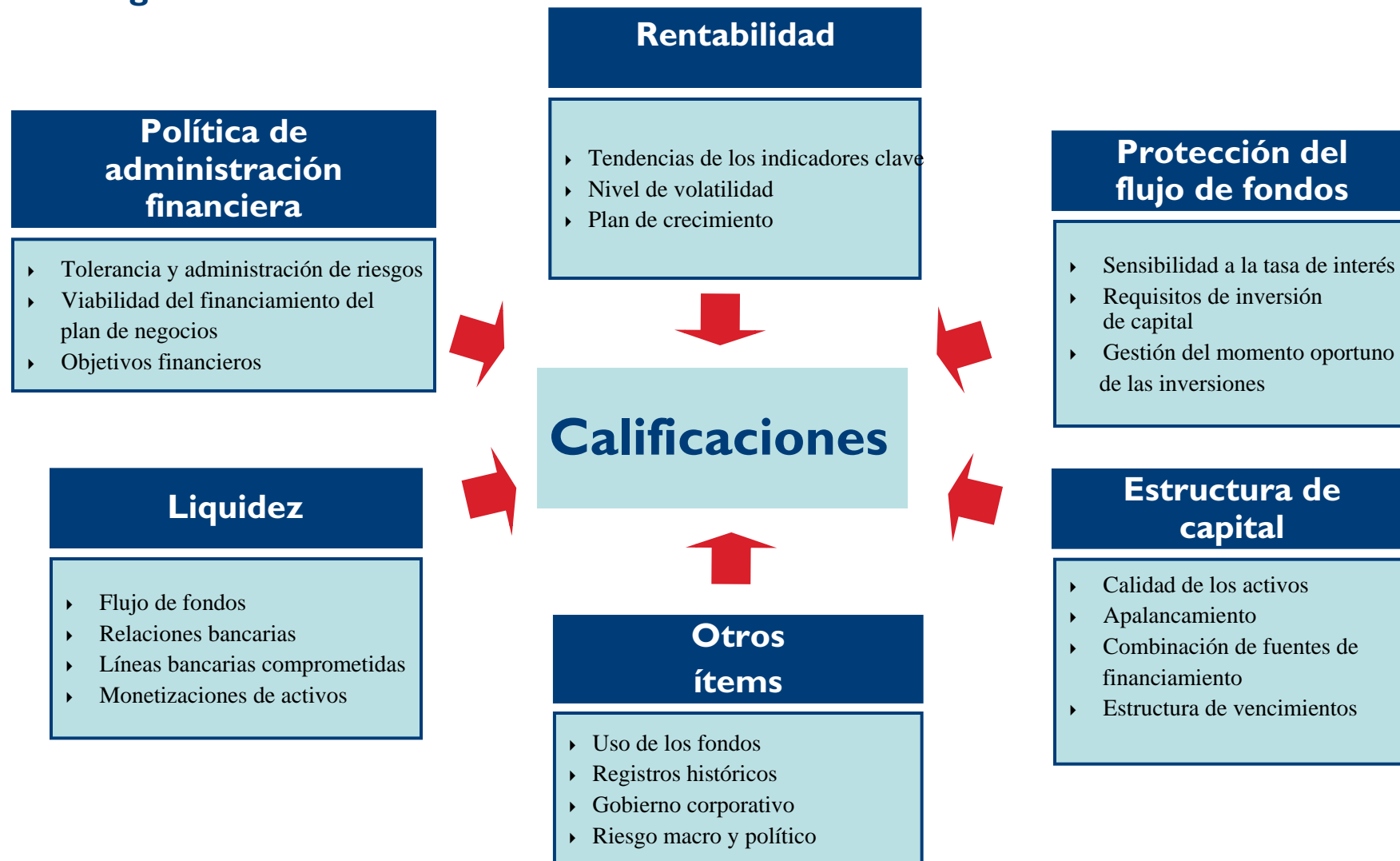
↓ Sin grado de inversión (“Junk Status” o categoría especulativa o “chatarra”)

\* Calificaciones al 19 de julio de 2006



# Factores que impactan sobre una calificación

El Emisor debe ser capaz de abordar los siguientes factores cuando se comuniquen con la agencia calificadora de valores



# Proceso de calificación: Cronología



## Semana 1

- ▶ Realizar solicitud formal y coordinar fecha de la reunión
- ▶ Firmar acuerdo con la calificadora de riesgo
- ▶ Identificar a los participantes clave
- ▶ Comenzar a recopilar la información e iniciar esquema de la presentación

## Semanas 2 - 3

- ▶ Finalizar las presentaciones escritas y orales
- ▶ Enviar la presentación final escrita a las calificadoras de riesgo
- ▶ Sesión de preparación de la reunión
- ▶ Reunión con la calificadora de riesgo

## Semanas 4-6<sup>1</sup>

- ▶ La calificadora de riesgo evalúa el material recibido y lleva a cabo su propia diligencia debida en la compañía y la industria
- ▶ Decisión de calificación crediticia

## Función del asesor financiero o estructurador/colocador

- ▶ Servicios proporcionados con el proceso inicial de la calificadora de riesgo:
  - Coordinar las reuniones con la calificadora de riesgo y alistar la cobertura y asistencia adecuada de los analistas
  - Asesoramiento y asistencia en la preparación de la presentación formal
  - Identificar y asistir en el análisis de los problemas clave y su impacto sobre la calificación
  - Preparar a la gerencia del cliente para la presentación oral
  - Asistir a las presentaciones como observador
  - Solicitar comentarios y estructurar conversaciones de seguimiento con las calificadoras
  - Asesorar acerca de las respuestas de seguimiento a las preguntas realizadas por las agencias calificadoras
- ▶ Servicios proporcionados como parte de una relación continua con los clientes:
  - Monitorear / anticipar modificaciones y asesorar al cliente
  - Asesorar sobre el impacto de eventos y decisiones estratégicas y operativas
  - Orientar en el diálogo y la relación con las agencias calificadoras
  - Asistir a las reuniones anuales de calificación
  - Proporcionar un “puente” informal entre las agencias calificadoras y el emisor

1. La agenda de mercado que antecede corresponde a una transacción de mercados de capital. Según la agencia calificadora de valores, la cantidad de tiempo de campo requerida por los calificadoras y el nivel de desempeño institucional de la IMF, el proceso puede tardar cerca de 6 semanas. El plazo de 6 semanas para las agencias calificadoras tradicionales es similar en duración al de muchas de las evaluadoras de IMF especializadas. En el caso de Microrate, a la fase de análisis previo le sigue una visita a la IMF, luego vienen de 1 a 2 semanas de redacción preliminar del informe y tareas de calificación, seguidas de 1 a 2 semanas en las que se integran los comentarios de la IMF al informe y, finalmente, 1 semana del proceso de aprobación final en la agencia calificadora.

# Agencias calificadoras especializadas en microfinanzas vs. tradicionales



	Agencias calificadoras especializadas en microfinanzas	Agencias calificadoras tradicionales <sup>1</sup>
Ventajas para las IMF	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Puede ser menos costoso</li> <li>▶ Reconocido por inversionistas especializados</li> <li>▶ Valiosa calificación operativa y financiera; calificación más profunda y especializada, que considera una visión más holística de la IMF</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Las calificaciones ampliamente reconocidas son útiles para acceder a un rango más amplio de inversionistas.</li> <li>▶ Una calificación alta puede validar el desempeño financiero</li> </ul>
Ventajas para los inversionistas	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Las calificaciones ayudan a los inversionistas a comprender los riesgos de originación, financieros y operativos específicos de las IMF</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Moody's, S&amp;P y Fitch son bien conocidas para los inversionistas tradicionales</li> <li>▶ Para las IMF que buscan financiación global, en lugar de local, la metodología para las calificaciones a escala global de las agencias tradicionales permite hacer comparaciones entre industrias y áreas geográficas</li> </ul>
Desventajas para las IMF	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Las calificaciones deben probarse con el transcurso del tiempo → muchas agencias calificadoras especializadas enfrentan barreras a la hora de establecer su credibilidad</li> <li>▶ Algunas agencias calificadoras de IMF han incurrido en negocios secundarios (consultoría), lo cual ha socavado su objetividad percibida</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Obtener una calificación puede ser costoso dado que la mayoría de las IMF son más pequeñas que otras compañías de servicios financieros como los bancos</li> </ul>
Desventajas para los inversionistas	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Las calificaciones de microfinanzas se especializan en el sector y es posible que no proporcionen un estándar uniforme para comparar las opciones de inversión</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Es posible que las agencias calificadoras tradicionales no tengan la experiencia para analizar los riesgos de originación, financieros y operativos específicos de las IMF</li> </ul>
Ejemplos	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ MicroRate, MCRIL, PlaNet Rating y Microfinanza son todas agencias calificadoras muy conocidas y respetadas que se especializan en microfinanzas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Compartamos de México, ProCredit de Alemania, FWWB Colombia, y Acleda de Cambodia todas tienen calificaciones de Moody's, Standard and Poor's o Fitch Ratings</li> </ul>

1. Si bien las principales agencias calificadoras a menudo se denominan "tradicionales", la distinción clave es que ofrecen una calificación "crediticia" de la capacidad de la institución para cumplir con sus obligaciones, mientras que las agencias calificadoras especializadas se concentran en la solidez general y calificación institucional de las IMF.

# Agencias calificadoras especializadas en microfinanzas



	Microrate	M-CRIL
<b>Fecha de establecimiento</b>	▶ 1996	▶ 1998 (establecida), 1999 (registrada)
<b>Enfoque geográfico</b>	▶ América Latina, África	▶ Asia
<b>Cantidad de calificaciones</b>	▶ 54 en 2005 y más de 270 en total para las IMF ▶ 1 calificación de CDO	▶ 250 calificaciones crediticias y de IMFs
<b>Reputación</b>	▶ Primera agencia calificadora que se especializa en la calificación de las instituciones de microfinanzas. Conocida por su alto nivel de credibilidad y escrupulosidad, hasta el punto de que han perdido ciertos clientes con el transcurso del tiempo.	▶ Líder en términos de volumen → especializada en Asia. Evalúa IMF en un amplio rango de formas organizativas. La gran mayoría de las calificaciones de M-CRIL se llevan a cabo en la India.
<b>Metodología</b>	▶ Evaluación de desempeño que evalúa 5 áreas generales: operaciones de microfinanzas, calidad de la cartera, administración y organización [incluida la administración y los controles del riesgo, el sistema de información gerencial (SIG) la productividad, la eficiencia y el personal], gobierno corporativo y posicionamiento estratégico, y especial énfasis en el desempeño financiero y el riesgo crediticio.	▶ Evalúa el riesgo externo, riesgo crediticio, riesgo de mercado y el riesgo de fraude; observa la calidad del gobierno corporativo, profundidad y eficacia de los sistemas de administración, y condición financiera de la institución
<b>Negocio secundario y varios</b>	▶ Proyectos especiales, generalmente análisis macro (por ejemplo, evaluación del sector microfinanciero en países o regiones específicas para las organizaciones de desarrollo)	▶ Investigación sectorial, monitoreo del desempeño social. M-CRIL es una subsidiaria de EDA Rural Systems que se dedica al entrenamiento y capacitación en el sector de las microfinanzas

# Agencias calificadoras especializadas en microfinanzas



	PlaNNet Rating	Microfinanza
<b>Fecha de establecimiento</b>	▶ 1999	▶ 1996
<b>Enfoque geográfico</b>	▶ Más de 35 países en todo el mundo	▶ Europa del Este y los Balcanes, Asia Central y el Cáucaso, África y América Latina y el Caribe
<b>Cantidad de calificaciones</b>	▶ 145	▶ 40
<b>Reputación</b>	▶ Los informes suelen ser más largos y detallados, y parecen estar dirigidos a un público de donantes.	▶ Microfinanza se ha establecido con éxito en América Latina y el Caribe y en África al ofrecer un producto de calificación menos costoso que el de MicroRate.
<b>Metodología</b>	▶ Metodología GIRAFE: gobierno corporativo y toma de decisiones, información y sistemas, administración del riesgo, actividades y servicios, financiación y liquidez, y eficiencia y rentabilidad	▶ Una calificación de Microfinanza abarca: contexto externo; gobierno corporativo y estructura operativa; productos financieros; estructura y calidad de los activos; estructura financiera; resultados operativos y financieros; objetivos estratégicos y necesidades financieras con una combinación 50/50 de información cualitativa y cuantitativa
<b>Negocio secundario y varios</b>	▶ 70% propiedad de PlaNNet Finance, quien realiza consultoría para IMF y ha lanzado sus propios fondos de microfinanzas	▶ Firma de consultores especializada en microfinanzas con una división especializada: Microfinanza Rating

# Agencias calificadoras tradicionales



	S&P	Moody's	Fitch
<b>Fecha de establecimiento</b>	▶ 1941	▶ 1909	▶ 1913
<b>Enfoque geográfico</b>	▶ Global (el índice S&P Global 1200 cubre 31 mercados y aproximadamente 70% de la capitalización del mercado global). Enfoque para la calificación de IMF en América Latina	▶ Global	▶ Global para la sociedad matriz de Fitch 12 IMF del grupo ProCredit calificadas, así como también calificación de CDO de ProCredit Bulgaria ▶ También tienen calificaciones de 6 FFP, 6 Mutuales, 1 Cooperativa y 2 bancos en Bolivia ▶ Las calificaciones adicionales de IMF de Duff & Phelps incluyen FWWB Colombia (Cali)
<b>Cantidad de emisores calificados</b>	▶ \$30 billones de deuda, que representan cerca de 750,000 títulos valores de más de 40,000 emisores ▶ 4 IMF (2 calificaciones institucionales confidenciales)	▶ 70,000 obligaciones financieras estructuradas, 25,000 emisores financieros públicos, 11,000 compañías emisoras, 100 soberanos	▶ Cobertura total de 3,100 instituciones financieras, incluidos 1,600 bancos y 1,400 compañías de seguros, entre ellas 20 IMF
<b>Metodología</b>	▶ S&P evalúa la capacidad crediticia de un instrumento de deuda relativo a todas las demás emisiones y emisores de deuda en todo el mundo para las calificaciones crediticias en una escala global. Además, S&P asigna calificaciones a escala nacional en las que el universo de comparación se limita a las emisiones y emisores de deuda dentro de una sola nación (para una emisión de deuda local). Al igual que Moody's, una calificación de S&P es 50/50 cualitativa y cuantitativa	▶ Las calificaciones de Moody's hacen énfasis en el riesgo crediticio y la solvencia de un emisor, a la vez que hacen una comparación de la institución tomando como punto de referencia al sector bancario ▶ Una calificación de Moody's abarca la solvencia o capitalización; rentabilidad; eficiencia operativa; riesgo de liquidez; riesgo cambiario; administración del crédito, administración organizacional y estructura de propiedad; posición del mercado y flujos de caja proyectados	▶ Fitch considera tanto factores cualitativos como cuantitativos al determinar una calificación que incluye integridad del balance, rentabilidad y administración del riesgo. Fitch tiene en cuenta los siguientes factores: una calificación de la franquicia de la institución financiera en cuestión; la estrategia y la calidad de su administración; el entorno en el que opera y el devenir más probable de su negocio.
<b>Negocio secundario y varios</b>	▶ Acaba de realizar una inversión en una participación del 60% en CRISIL (quien ha calificado a algunas IMF en Asia)		▶ Duff & Phelps es una subsidiaria de Fitch



## Descripción de colocaciones privadas y emisiones públicas



# ¿Qué son las colocaciones privadas?

- ▶ Una colocación privada es un ofrecimiento directo de títulos valores a una cantidad limitada de inversionistas institucionales sofisticados que tiene las siguientes características:
  - Pueden ser acciones o títulos de deuda (bonos)
  - La emisión se ofrece a una pequeña cantidad de inversionistas
  - En los Estados Unidos, están exentos del registro público en virtud de la Ley de Títulos Valores de 1933
  - Si bien los títulos de deuda colocados a nivel privado son más líquidos que los préstamos bancarios (porque los inversionistas pueden incluir instituciones que no son bancos, tales como fondos de retiro y otros inversionistas institucionales), la naturaleza restringida de los títulos valores los hace menos líquidos que las emisiones públicas y, por consiguiente, relativamente más costosos para el emisor que los títulos de deuda que se ofrecen al público
    - Los costos iniciales de las colocaciones privadas son más bajos que las emisiones públicas, mientras que los costos de los intereses en las emisiones públicas pueden ser más competitivos y/o bajos.
    - El emisor debe analizar el equilibrio entre estos dos elementos de costos.

## Emisores

- ▶ Las colocaciones privadas son adecuadas para las pequeñas empresas que buscan crecer y expandirse.
- ▶ Un número de países no tiene un mercado de colocaciones privadas. En esos países, las IMF interesadas en acceder a la deuda en los mercados de capital tienen que hacerlo a través de una oferta pública.
- ▶ Las colocaciones privadas en general no son una alternativa viable para las IMF de creación muy reciente o en vías de constituirse.
- ▶ México y Colombia son ejemplos de países en los cuales no existen los mercados de deuda privados.

## Inversionistas

- ▶ Bancos y otras instituciones financieras (tales como fondos de retiro y compañías de seguros)
- ▶ Fondos de capital de riesgo
- ▶ Inversionistas individuales

# ¿Qué son las ofertas públicas?

- ▶ Una oferta pública es una emisión de títulos valores para inversionistas institucionales e individuales a través de una casa o agente de bolsa y mediante una bolsa de valores<sup>1</sup>
  - Permite acceso a una amplia gama y a un gran número de inversionistas
  - Otorga a un emisor la oportunidad de reunir capital a descuento, obtener mayor visibilidad y el potencial de alcanzar o lograr la liquidez de los títulos valores emitidos; según el nivel de la actividad de mercado secundario en un mercado en particular
  - Proporciona exposición a los mercados de capital locales y/o internacionales
  - Puede imponer estrictos requisitos de cumplimiento legal y de información

1. Una oferta pública inicial (OPI) es la primera venta de las acciones ordinarias de una sociedad anónima a inversionistas públicos. Las subsiguientes emisiones públicas de acciones se denominan Ofertas Secundarias de Mercado u Ofertas de Seguimiento.

## Emisores

- ▶ Las ofertas públicas son más adecuadas para los negocios que buscan reunir grandes cantidades de capital a descuento y también desean la exposición a los mercados de capital
- ▶ Las ofertas públicas están sujetas a un alto nivel de requisitos reglamentarios, si se las compara con las colocaciones privadas
- ▶ Posible exposición internacional a través de inversionistas individuales/institucionales internacionales
- ▶ Los bonos de Compartamos, Mibanco y FWWB Colombia (Cali) son públicos (en determinados países, como Colombia, todos los títulos valores deben cotizar en bolsa)

## Inversionistas

- ▶ Inversionistas institucionales, incluidos los bancos y otras instituciones financieras
- ▶ Inversionistas individuales

# Pasos implicados en las colocaciones públicas



## Existen tres etapas principales en el procesamiento de las grandes emisiones públicas.

### Originación

- ▶ La originación es la primera etapa en el proceso de distribuir títulos en el mercado primario.
- ▶ La originación se produce cuando un emisor autoriza a un banco de inversión o agente de bolsa a estructurar y administrar una nueva emisión en su nombre
- ▶ El banco adquiere los bonos del emisor y los distribuye entre los inversionistas: un proceso conocido como “suscripción”
- ▶ De esta forma, el emisor evita el riesgo de quedarse con títulos sin vender

### Sindicación

- ▶ El colocador líder rara vez posee los recursos para suscribir la emisión completa
- ▶ Por este motivo, es posible que el colocador líder decida formar un sindicato para compartir el riesgo con otros bancos de inversión o casas/agentes de bolsa
- ▶ Este proceso se denomina “sindicación”
- ▶ En el día en que el emisor anuncia la emisión, el administrador principal invita a otros bancos y casas/agentes de bolsa a unirse al sindicato

### Distribución

- ▶ Después del día de cierre, la emisión se distribuye a los miembros del sindicato
- ▶ A menudo se publica un aviso de emisión sindicada en los principales periódicos financieros después de la fecha de cierre a fin de anunciar la emisión del sindicato
- ▶ Después de que la emisión ha sido distribuida a los miembros del sindicato, éstos comienzan a vender los títulos valores a sus clientes

# Requisitos legales para las ofertas públicas



- ▶ **Registro con la SEC (Securities and Exchange Commission de los EE.UU.) o la equivalente entidad local reglamentaria de valores:**
  - Se requiere que los emisores estén registrados en la SEC antes de que la firma pueda ofrecer sus títulos valores para la venta
  
- ▶ **Prospecto:**
  - Descripción detallada de las finanzas, historia, operaciones, factores de riesgo, términos de transacción y otra información de la compañía
  
- ▶ **El emisor es responsable de toda tergiversación u omisión en el prospecto**
  
- ▶ **Requisitos de informes periódicos:**
  - Incluso después del registro en la SEC, el emisor también está sujeto a requisitos periódicos de informes de la jurisdicción local
  - Determinadas jurisdicciones tienen requisitos adicionales, tales como un comité de auditoría o elección de directores independientes en su junta directiva y otras disposiciones de gobierno corporativo

## Colocaciones privadas

### Ventajas:

- ▶ No se requiere registro.
- ▶ Menores requisitos de transparencia/revelación de información.
  - Los costos de las transacciones y el tiempo de personal (en especial para una emisión pública) pueden ser altos si el nivel de transparencia exigido es mucho más grande que el que la IMF ha producido históricamente
- ▶ En general suponen costos más bajos para las transacciones (debido a menos requisitos reglamentarios y de informes)
- ▶ Flexibilidad en la cantidad de financiamiento.
- ▶ Forma más rápida de reunir dinero

### Desventajas:

- ▶ Menor exposición al público ya que la publicidad de la oferta es restringida.
- ▶ Los títulos valores emitidos en colocaciones públicas son menos líquidos.

## Ofertas públicas

- Cada vez más, las ofertas públicas se están transformando en una forma popular de reunir capital entre las IMF.
- Se requiere que las ofertas públicas se registren en la entidad de supervisión de títulos valores.

### Ventajas:

- ▶ Mayor exposición al público ya que la publicidad de la oferta es menos restringida.
  - Esta exposición puede ser útil para fines de marketing y también puede servir a fin de incrementar la transparencia del emisor para posibles inversionistas, así como también para clientes y patrocinadores de IMF
- ▶ La liquidez es mayor para los títulos ofrecidos al público, lo cual puede también proporcionar al emisor cantidades más grandes de capital
- ▶ Una base más grande de posibles inversionistas puede traducirse en costos de financiamiento más bajos para el emisor

### Desventajas:

- ▶ Mayores requisitos de transparencia/revelación.
  - La combinación de transparencia rigurosa, revisión reglamentaria y otros factores pueden hacer de una oferta pública registrada un proceso costoso y que lleva mucho tiempo para una IMF.
- ▶ En general suponen costos altos para las transacciones debido a la participación del Colocador/Sindicación y a los mayores requisitos de registro e informe.



## Instrumentos de los mercados de capital



# Descripción general de los instrumentos de los mercados de capital



## En esta sección se definirán y explicarán los siguientes instrumentos de los mercados de capital:

- ▶ Papel comercial
- ▶ Bonos (senior [no subordinados] y subordinados)
- ▶ Titularizaciones<sup>1</sup> y obligaciones garantizadas con activos de deuda
- ▶ Capital accionario (acciones preferentes y ordinarias)
- ▶ Los siguientes instrumentos financieros se explicarán en el apéndice:
  - A. Coberturas de riesgo cambiario
  - B. Swaps de riesgo crediticio
  - C. Préstamos de flujos de fondos
  - D. Obligaciones garantizadas con activos de deuda (“Collateralized Debt Obligations” o CDOS) y obligaciones garantizadas con préstamos (“Collateralized Loan Obligation” o CLO)
  - E. Deuda de alto rendimiento
  - F. Préstamos redimibles anticipadamente
  - G. Depósitos públicos

<sup>1</sup>También conocidas como bursatilizaciones cuando son colocadas mediante una bolsa de valores.

# Descripción general de los instrumentos de los mercados de capital



## Resumen de los instrumentos:

Producto	Volumen de la transacción	Vencimiento	Complejidad de la estructura	Costos administrativos	Disponibilidad en mercados emergentes
<b>Papel comercial</b>	Generalmente, en múltiplos de USD 1 millón	Corto plazo (< 1 año)	Baja	Los costos iniciales y los costos continuos son bajos	Sí
<b>Bonos</b>	Pequeño-Grande <sup>1</sup>	De mediano a largo plazo <sup>2</sup>	Varía	Los costos de administración pueden ser significativos	Previamente utilizado por las IMF: el volumen de las transacciones en general excede los USD 5 millones
<b>Titularizaciones y obligaciones garantizadas con activos de deuda (o CDO)</b>	Mediano – Grande (depende de la garantía)	Varía, pero en general, de mediano a largo plazo (depende de la estructura)	Alta	Administrado por un administrador (“servicer”) independiente Los costos de estructuración pueden ser altos <sup>3</sup>	Previamente utilizado por las IMF (ejemplo: ProCredit Bulgaria)
<b>Capital accionario</b>	Pequeño – Grande <sup>4</sup>	Indefinido	Baja	Los costos de registro y los costos de cumplimiento continuos pueden ser altos	Previamente utilizado por las IMF (ejemplo: BRI)

1. Durante el primer trimestre de 2006, el tamaño promedio de los bonos corporativos colocados por firmas regionales en Estados Unidos fue de \$460 millones.

2. La vida promedio de un bono estadounidense corporativo en 2005 era de 7 años.

3. Las titularizaciones pueden administrarse por los mismos emisores, o por un tercero proveedor, dependiendo de la estructura.

4. El promedio de todas las OPI cotizadas en NASDAQ durante 2004 fue de \$115 millones.



## Papel comercial

# Descripción general del mercado de papel comercial



## Características del mercado de papel comercial

### ¿Qué es el papel comercial

- ▶ El papel comercial abarca la deuda a corto plazo con vencimientos entre 1 y 365 días.
- ▶ Financiamiento que se renueva con frecuencia (a diario, semanalmente, mensualmente, etc.)
- ▶ El papel comercial estadounidense está exento de registro en la SEC

### Características del mercado

- ▶ El mercado de papel comercial de los EE.UU. es un mercado grande y sumamente líquido con aproximadamente \$1.7 billones en circulación (el papel comercial de los EE.UU. constituía el 77% de las emisiones globales de los mercados de capital circulantes al año 2000)
- ▶ En general, para acceder al mercado de papel comercial se requieren, como mínimo, calificaciones de grado de inversión.
- ▶ Aproximadamente el 50% del mercado no está garantizado y el 50% restante está garantizado o cuenta con el respaldo de activos
- ▶ La fijación de precios para los prestatarios de Nivel I [emisores con la más alta calificación crediticia a corto plazo: P-1 (Moody's), A-1/A-1+ (S&P)] permite obtener préstamos en el mercado de papel comercial a la tasa LIBOR
- ▶ El precio actual indicativo para los prestatarios de Nivel II (calificaciones crediticias P-2/A-2) es LIBOR más 10-15bps.<sup>1</sup>
- ▶ Los emisores con calificaciones a corto plazo de A-3 o más bajas a menudo abandonan el mercado de papel comercial, recurriendo a préstamos bancarios y fuentes de financiamiento alternativas
- ▶ La mayoría de los mercados emergentes no tienen mercados significativos de papel comercial

### Participantes

- ▶ 96% del mercado de los EE.UU. está calificado como de Nivel I y el 4% está evaluado como de Nivel II
- ▶ El papel comercial con garantía de activos ha facilitado el financiamiento de muchas compañías que no tienen grado de inversión.
- ▶ Las compañías con calificaciones crediticias más bajas también han sido capaces de emitir papel comercial con respaldo crediticio de una firma que tenga una calificación crediticia alta, emitiendo el denominado “papel comercial con respaldo crediticio” o “papel de carta de crédito”
- ▶ Los fondos de mesa de dinero, asesores financieros, prestamistas de títulos, compañías de seguros, departamentos de fideicomisos bancarios y las corporaciones son los inversionistas más importantes del mercado de papel comercial

1. Los niveles de financiamiento corresponden a partir del 1° trimestre de 2006.

## Características del mercado de papel comercial

---

### Beneficios del papel comercial

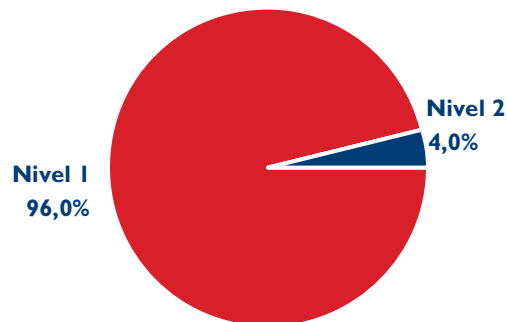
- ▶ El papel comercial proporciona a los emisores una fuente de financiamiento relativamente barata si se lo compara con los préstamos bancarios
  - ▶ Los programas de papel comercial ofrecen flexibilidad a los emisores con respecto a las fechas de vencimiento (los vencimientos van de 1 a 365 días).
  - ▶ Un programa de papel comercial se puede establecer fácilmente con costos iniciales mínimos. Una vez que el programa se ha implementado y está en funcionamiento, es sumamente fácil emitir nuevo papel comercial
    - A menudo, una organización financiera —que actúa en calidad de custodio, agente emisor y pagador, agente garante y fiduciario de la garantía— se encarga del establecimiento y la administración
-

# Descripción general del mercado de papel comercial

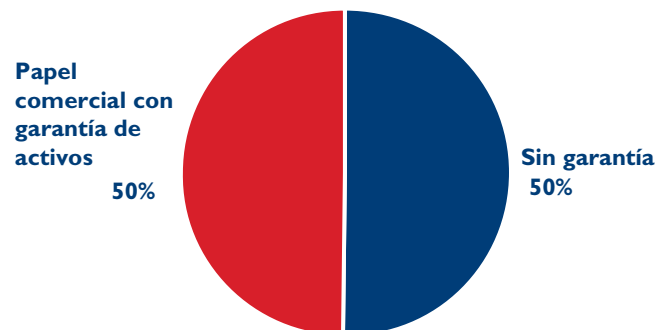


- ▶ **Presenta una fuente de financiamiento relativamente barata para los emisores con calificaciones altas:**
  - Las calificaciones de grado de inversión son un requisito mínimo para emitir papel comercial
  - La liquidez es mucho más alta para las calificaciones crediticias de A y mayores, limitada para los emisores con calificación “BBB”
  - La calificación crediticia alta de los emisores combinada con los períodos de vencimiento cortos (promedio de 30-35 días) hacen del papel comercial un instrumento con un riesgo muy bajo y un rendimiento muy bajo para los inversionistas, lo cual tiene como resultado menores costos de financiamiento para el emisor
- ▶ **En su mayoría, el papel comercial era papel sin garantía hasta la década de los años 90 cuando se introdujo el papel comercial con garantía de activos**
  - Este tipo de papel comercial ha crecido a una tasa de crecimiento anual compuesta de aproximadamente 26%<sup>1</sup> desde 1994, y actualmente representa el 50% del mercado de los EE.UU.

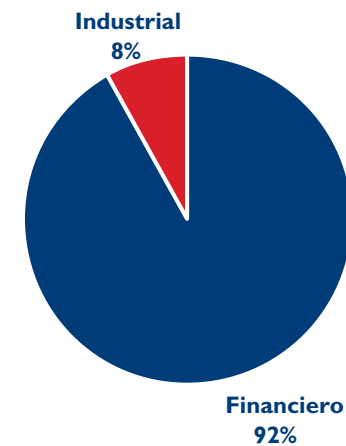
**Composición de mercado por calificación**



**Composición de mercado por garantía**



**Composición de mercado por tipo de emisor**



1. Tasa de crecimiento anual compuesta. La tasa de crecimiento que se aplica año tras año a una inversión o a otra parte de las actividades de una compañía en un período de varios años.

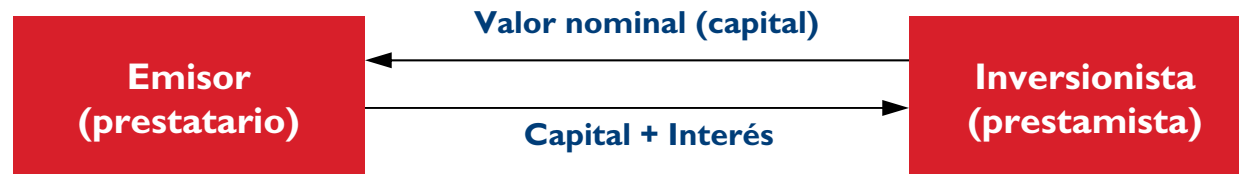
## Bonos senior (no subordinados) y subordinados





## ▶ Bono

- Un instrumento de deuda que requiere que un emisor (prestatario) le reembolse a un inversionista (prestamista) el monto del préstamo más los intereses durante un período específico.



## ▶ Cupón

- Tasa de interés anual sobre un bono que puede ser fija o flotante y pagadera periódicamente durante todo el año. El cupón en los bonos con tasa flotante es igual a una tasa de interés de referencia (por ejemplo: LIBOR) más un margen diferencial.

## ▶ Valor nominal

- El valor de un bono al vencimiento. El emisor acuerda reembolsarle al tenedor de los bonos el monto de su capital al vencimiento. Se dice que un bono que comercializa a un precio por debajo del valor nominal es un bono a **descuento**, mientras que un bono que comercializa a un precio por encima del valor nominal es un bono **con prima**.

## ▶ Bonos senior o subordinados

- En un evento de crédito, como una quiebra y liquidación, a los tenedores de bonos senior se les paga antes que a los tenedores de bonos subordinados. Al crear este orden de prioridad, la subordinación se transforma en una forma de **mejoramiento del crédito** (el bono senior en general recibirá una calificación más alta, satisfaciendo las necesidades de los inversionistas reacios al riesgo crediticio).

## ▶ Disposiciones de compraventa (“Call” y “Put”)

- El emisor de un bono con opción de compra tiene el derecho de redimir o **comprar** el título en una fecha establecida antes del vencimiento y podría hacerlo en un entorno de tasa de interés a la baja. El inversionista de un bono con opción de venta (“put”) tiene el derecho de volver a **vender** el bono al emisor antes del vencimiento, y podría hacer esto en un entorno de tasa de interés al alza.

## ▶ Bonos convertibles

- Bonos que pueden cambiarse por una cantidad especificada de un título diferente, habitualmente las acciones ordinarias de la sociedad emisora. El valor de un bono convertible aumenta cuando aumenta el precio de las acciones, pero aún paga intereses al inversionista cuando el precio de las acciones baja y, por consiguiente, ofrece una protección a la baja.

## Características

- ▶ Los bonos representan obligaciones de mediano a largo plazo, en general 12 meses a 30 años. Las obligaciones de deuda que tienen un plazo menor de 12 meses se conocen como “certificados de crédito”.
- ▶ Los bonos son una fuente no permanente de financiamiento porque el monto en préstamo se reintegra al prestamista. El interés pagado al prestamista representa el costo del préstamo.
- ▶ A diferencia de las acciones, cuando los bonos se emiten no se produce una dilución de la propiedad del emisor dado que el inversionista no adquiere una participación de propiedad en el emisor.

## Riesgos para las IMF<sup>1</sup>

- ▶ **Riesgo de liquidez**
  - Posible dificultad para reembolsar el valor de las obligaciones a medida que venzan o bajo condiciones de estrés. Las IMF deben realizar sus pagos de intereses y del capital en bonos emitidos a pesar de la volatilidad en las ganancias de las IMF.

## Riesgos para los inversionistas<sup>1</sup>

- ▶ **Riesgo por la tasa de interés**
  - El valor de un bono típico cambiará en dirección opuesta al movimiento en las tasas de interés prevalecientes. Un aumento en las tasas de interés podría reducir el valor de un bono con tasa fija (o de un portafolio de tales bonos).
- ▶ **Riesgo crediticio**
  - Riesgo de que el emisor del bono pueda incumplir con el pago (no realizar puntualmente el pago del capital e interés sobre la emisión). Esto puede mitigarse mediante la utilización de métodos de mejoramiento de crédito, como por ejemplo emitir bonos en forma senior o subordinada, u obtener garantes externos, por ejemplo: la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (United States Agency for International Development, o USAID) o la Corporación Financiera Internacional, o CFI, del Banco Mundial, a fin de garantizar los bonos.

1. Consulte el Apéndice para obtener más detalles

# Emisiones de bonos pasadas de IMF



## Muchas IMF han accedido exitosamente a los mercados de capital de deuda



- ▶ **BancoSol**, IMF boliviana
  - Marzo de 1996: USD 5 millones en bonos a 2 años denominados en dólares estadounidenses, cupón del 13%, con mejoramiento de crédito por una garantía del 50% otorgada por la USAID



- ▶ **COMPARTAMOS**, IMF mexicana
  - Julio de 2002: USD 10 millones en bonos denominados en pesos mexicanos a 3 años, sin garantía, con tasa de interés flotante, cupón inicial del 13.6%, calificación mxA+
  - Noviembre de 2002: USD 5 millones en bonos denominados en pesos mexicanos a 3/4 años, sin garantía, con tasa de interés flotante, cupón inicial del 13.02%, calificación mxA+
  - Abril de 2003: USD 5 millones en bonos denominados en pesos mexicanos a 3 años, sin garantía, con tasa de interés flotante, cupón inicial del 11.17%, calificación mxA+
  - Julio de 2004: USD 17 millones en bonos denominados en pesos mexicanos a 5 años, con tasa de interés flotante, cupón inicial del 9,0%, calificación AA(mex)/mxAA y 34% del capital garantizado por la CFI
  - Octubre de 2005: USD 29 millones en bonos denominados en pesos mexicanos a 5 años, con tasa de interés flotante, cupón inicial del 10,7%, calificación AA(mex)/mxAA y 34% del capital garantizado por la CFI



- ▶ **Mibanco**, IMF peruana
  - Diciembre de 2002: USD 6 millones en bonos denominados en soles peruanos a 2 años, con tasa de interés fija, cupón del 12%, calificación AA/AA y 50% del capital garantizado por la USAID
  - Septiembre de 2003: USD 6 millones en bonos denominados en soles peruanos a 2 1/4 años, con tasa de interés fija, cupón del 5.75%, calificación AA/AA y 50% del capital garantizado por la CAF
  - Octubre de 2003: USD 3 millones en bonos denominados en soles peruanos a 1 1/2 años, con tasa de interés fija, cupón del 5.75%, calificación AA-/AA+



- ▶ **Bank Rakyat Indonesia**, IMF indonesia
  - Noviembre de 2003: USD 15 millones en títulos de crédito subordinados a 10 años, 7.75%, calificación recientemente ascendida a la categoría idA+ (B3 de Moody's)



- ▶ **Fundación WWB Colombia**, IMF colombiana
  - 1.º tramo - Febrero de 2005: USD 30 millones en emisión en dos series denominada en pesos colombianos, sin garantía, (una a 3 años, tasa fija del 10.78% y la otra a 5 años, tasa de interés flotante a CPI+5.5%), calificación AA+
  - 2.º tramo - Noviembre de 2005: USD 22 millones en bonos denominados en pesos colombianos a 6 años, sin garantía, tasa de interés flotante (CPI+3.4%), calificación AA+



- ▶ **Faulu Kenia**, IMF keniana
  - Abril de 2005: USD 6.5 millones en bonos denominados en chelines keniatas a 5 años, tasa de interés flotante, cupón inicial del 9.13%, sin calificación y 75% del capital e intereses garantizados por la Agencia Francesa de Desarrollo (Agence Française de Développement, o AFD)



## Capital accionario: Acciones ordinarias y preferentes

▶ **Acciones**

- Un título valor que significa la propiedad de una organización y sus activos. Una acción significa una unidad de tal propiedad.

▶ **Ordinarias y preferentes**

- Dos tipos de acciones con características diferentes (se describen más adelante). Las acciones ordinarias representan la mayor parte de las acciones detentadas por el público.

▶ **Dividendos**

- Porción de las ganancias que se paga a los accionistas, según lo aprueba la junta directiva (o consejo de administración) de la compañía.
- Puede ser en forma de efectivo o acciones (la distribución prorrateada de las acciones adicionales se paga a los accionistas ordinarios).

▶ **Derechos de votación**

- El derecho de un accionista ordinario a votar por los miembros de la junta directiva o consejo de administración de la compañía y otros asuntos de política de la sociedad.

▶ **Acciones acumulativas**

- Acciones preferentes que devengan dividendos si el emisor no realiza los pagos de dividendos puntualmente. La mayoría de las acciones preferentes son acumulativas. Las acciones preferentes no acumulativas no devengan dividendos no pagados.

▶ **Acciones de participación**

- Acciones preferentes que, en determinadas condiciones, les otorgan a sus tenedores el derecho de recibir pagos de las utilidades de la compañía por encima de la tasa de dividendos especificada.

# Capital accionario: Acciones ordinarias y preferentes



Las acciones ordinarias y preferentes difieren en cuatro aspectos fundamentales.

	Ordinarias	Preferentes
Derechos de votación	Sí	No
Dividendos	Variables	Fijos
Acumulativas	No	Sí
De participación	No	Sí (Posiblemente)

# Capital accionario: Características y desafíos para las IMF



## Características

- ▶ Los mercados de capital accionario representan un financiamiento de término indefinido mediante la emisión de acciones, cada una de las cuales representa una unidad de propiedad en la compañía emisora
- ▶ La emisión de acciones es una forma de financiamiento permanente; a diferencia de los bonos, no existe una obligación contractual de devolver el capital al inversionista
- ▶ No se pagan intereses a los inversionistas, pero se pueden pagar dividendos
- ▶ La responsabilidad se considera “limitada” porque la pérdida de un inversionista no puede exceder el monto original de la inversión
- ▶ El capital accionario puede categorizarse como privado o público:
  - Las compañías recién establecidas pueden utilizar capital accionario privado para reunir capital. Esto se logra cuando a un individuo u organización se le ofrece la oportunidad de comprar acciones en la compañía, y lo hace, como una inversión (capital de riesgo)
  - El capital accionario público es representado por las acciones de la compañía emisora que cotizan en un mercado bursátil. Las acciones públicas le dan al emisor un más amplio acceso al capital, pero también podrían exponerlo a las condiciones del mercado. Además, los asuntos reglamentarios, como la necesidad de auditar y divulgar los estados financieros de la compañía y otra información importante de ésta, además del costo de la emisión, pueden significar un desafío importante

## Desafíos para las IMF que acceden a los mercados de capital accionario

- ▶ La escasez de capital de riesgo local y la falta de desarrollo de los mercados locales de capital de riesgo
- ▶ Pocas acciones de microfinanzas que cotizan en bolsa. Actualmente muy pocas IMF cotizan en bolsa (ejemplos: Bank Rakyat Indonesia, Network Microfinance Bank en Pakistán, Equity Bank Limited en Kenia y BancoSol en Bolivia); otras sólo han tenido inversiones en capital accionario privado
- ▶ La valuación del emisor puede ser difícil debido a la falta de una herramienta de valuación convencional única para las IMF
- ▶ El riesgo del país para el inversionista (los inversionistas internacionales han sido los principales inversionistas privados para las IMF reguladas hasta la fecha)
- ▶ Para los inversionistas, es posible que el potencial de liquidez no esté claro (las opciones de salida son limitadas)

# Tendencias en el capital accionario en microfinanzas



- ▶ El énfasis en el acceso a los mercados de capital por parte de las IMF se ha colocado sobre el financiamiento de deuda; en comparación con esto, el interés comercial en el capital accionario ha sido insignificante
- ▶ Para las IMF, es importante acceder a los mercados de capital por los siguientes motivos:
  - El capital accionario no sólo puede mejorar el crecimiento de una IMF, sino que también puede cumplir con sus requisitos de liquidez y adecuación del capital o solvencia
  - Las acciones representan una diversificación de las fuentes de financiamiento para la IMF tradicional orientada a la deuda. Aprovechar los mercados de capital accionario mitiga algunos de los riesgos del financiamiento de deuda (presentados anteriormente)
  - Las acciones aumentan la capacidad de una IMF para aumentar el financiamiento de deuda a un nivel mucho mayor que el monto mismo del capital accionario (apalancando el capital accionario)
  - Las acciones públicas distribuyen la propiedad de una IMF entre los accionistas, quienes luego asumen un papel activo en la definición de la estrategia de la IMF, así como también en la calificación de su desempeño; lo cual conlleva el potencial de un mejor gobierno corporativo
- ▶ De las principales tendencias actuales en el desarrollo de las IMF, dos aumentan la necesidad de acceder los mercados de capital accionario:
  - La **transformación** de las IMF: su conversión de organizaciones sin fines de lucro a instituciones financieras privadas y reguladas con fines de lucro
  - La **creación** de bancos especializados en microfinanzas (“greenfielding”): el establecimiento de IMF reguladas, con fines de lucro en países y regiones que aún no tienen un sistema financiero apropiado para apoyar a las micro, pequeñas y medianas empresas. Para las compañías recién establecidas, el capital accionario privado es un medio importante de reunir capital
- ▶ En años recientes ha habido un marcado incremento en el número de fondos de inversión de microfinanzas, de los cuales algunos han invertido en capital accionario
- ▶ La exitosa OPI de Bank Rakyat Indonesia (BRI) en noviembre de 2003 representa el primer caso de un banco comercial con una cartera de MF importante que emite acciones al público. Siendo previamente un banco de propiedad gubernamental, el 40% de las acciones de BRI se vendieron al público (se privatizaron) en una transacción que reunió más de \$450 millones



## Titularizaciones



# ¿Qué es la titularización<sup>1</sup>?

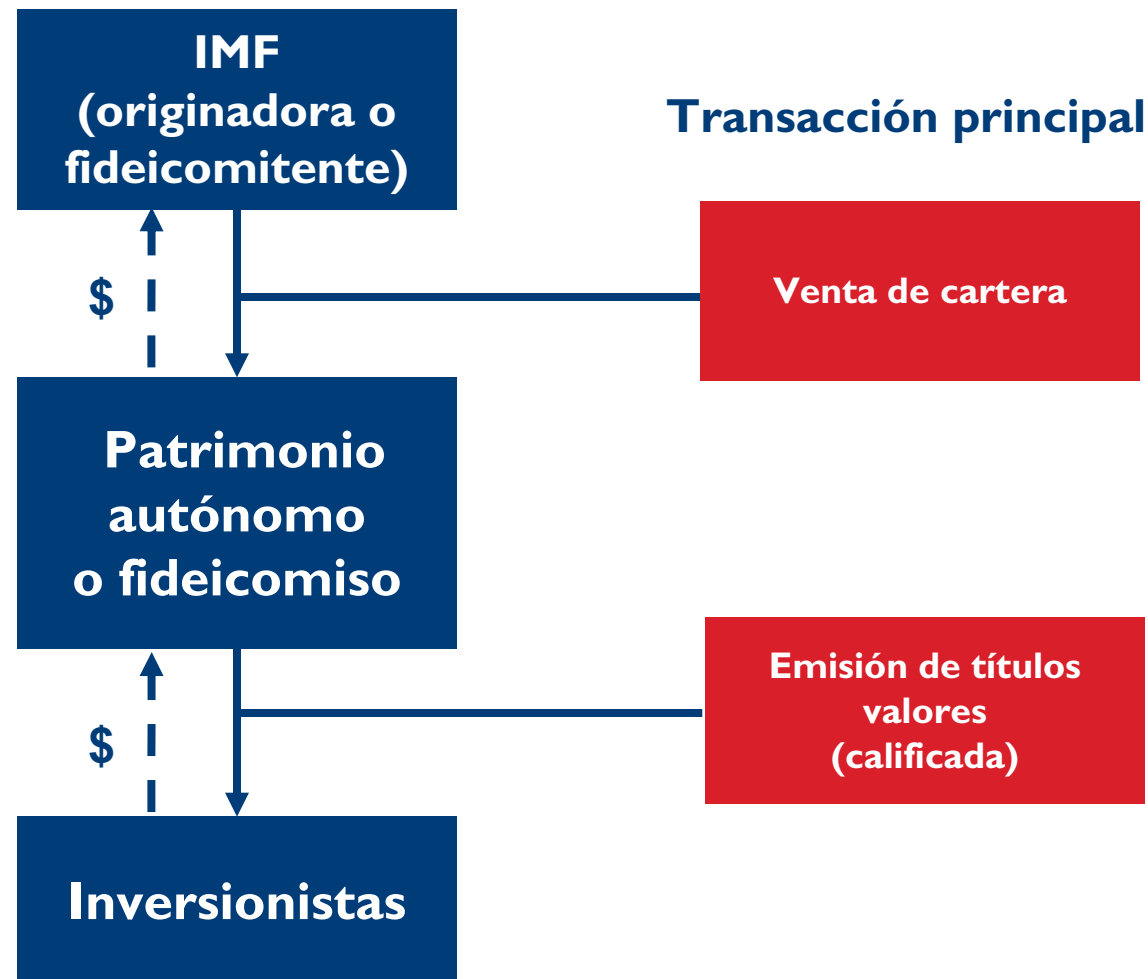
- ▶ La titularización es el proceso mediante el cual carteras de préstamos relativamente homogéneos, originalmente otorgados por un banco u otra institución de intermediación financiera, se venden y convierten en títulos valores comercializables.<sup>2</sup>
- ▶ La finalidad de la titularización es reunir financiamiento, reducir los requisitos de capital para el intermediario financiero e incrementar la liquidez del emisor de forma que se puedan originar nuevos préstamos.
- ▶ Las transacciones de titularización implican la creación y emisión de títulos de deuda cuyos pagos de capital e interés provengan de flujos de caja generados por carteras independientes de activos. Estas carteras independientes de activos se organizan formando un fideicomiso o patrimonio autónomo: una entidad independiente de la IMF que tiene una calificación propia.
- ▶ Las IMF también pueden titularizar sus activos a fin de:
  - Cumplir con las normas de adecuación del capital o solvencia
  - Mejorar los ratios financieros
  - Bajar el apalancamiento e incrementar los ratios de retorno
  - Bajar el costo y diversificar las fuentes de financiamiento
  - Mejorar la administración de activos/pasivos
  - Administrar la exposición al riesgo crediticio
  - Liberar tiempo de administración de la IMF de las actividades de recaudación de fondos
- ▶ Si bien es posible que el tiempo y los gastos iniciales implicados en una primera transacción de titularización parezcan altos (relativamente más altos que una primera emisión de bonos por ejemplo), las subsiguientes emisiones de titularización suelen ser menos onerosas y la reiteración de programas puede ser mucho más fácil de ejecutar

**En su calidad de originadora o fideicomitente de una cartera de préstamos titularizados, una IMF renuncia a reclamar legalmente la propiedad de los flujos de caja de los préstamos a sus clientes, mientras retiene al cliente y la responsabilidad de cobrar. En otras palabras, la titularización afecta el balance de una IMF mientras que el alcance de clientes permanece igual**

1. También conocida como bursatilización cuando la emisión se registra en bolsa.

2. Quizás sea interesante observar que la industria de la titularización ha emergido en los últimos 30 años y actualmente incluye un amplio espectro de activos que generan flujo de efectivo. Las primeras titularizaciones se realizaron con préstamos hipotecarios y, con el tiempo, préstamos automotores, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, préstamos sobre el capital de las viviendas, préstamos para viviendas fabricadas, préstamos estudiantiles y regalías futuras de actividades de entretenimiento. ¡Incluso las cuentas por cobrar de la lotería se han titularizado!

# ¿Cómo se visualiza una titularización?



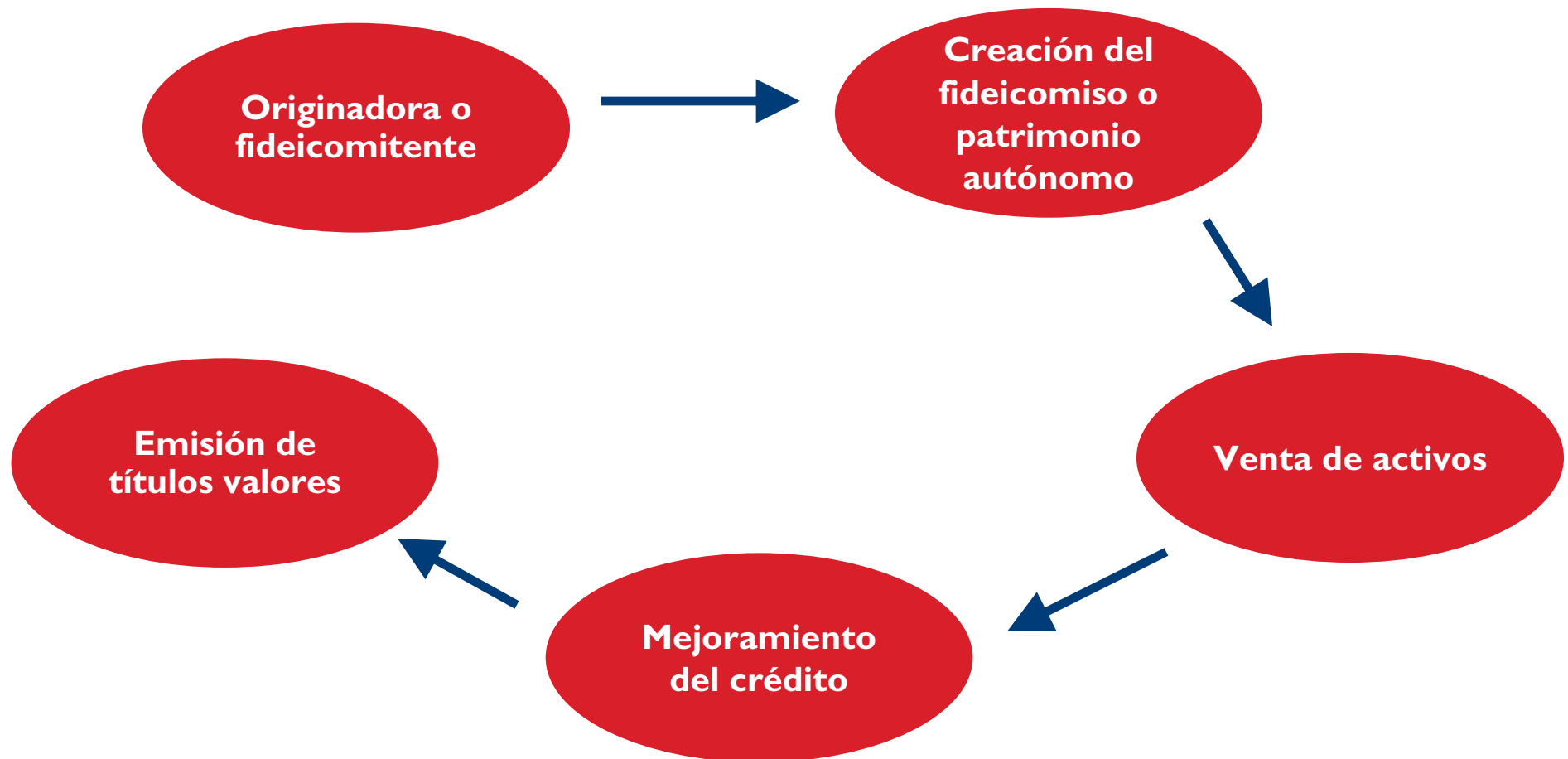
# Actores clave del proceso de titularización



- ▶ **Prestatarios**
  - Los préstamos son los activos subyacentes de la titularización (ejemplo: préstamos a clientes de microfinanzas)
- ▶ **Originadora o fideicomitente**
  - La entidad que crea los activos a titularizar (la IMF). La originadora o fideicomitente en general será una institución financiera u otra entidad de primera calidad.
- ▶ **Fideicomiso o patrimonio autónomo**
  - Establecido por la originadora o fideicomitente el fideicomiso o patrimonio autónomo comprará los activos de la originadora o fideicomitente y emitirá títulos valores a los inversionistas.
  - El fideicomiso o patrimonio autónomo es una entidad “ajena a la insolvencia”, lo cual significa que, incluso si la originadora o fideicomitente (la IMF) entrara en quiebra o tuviera otras dificultades financieras, los derechos de los inversionistas sobre los activos detentados por el fideicomiso o patrimonio autónomo no se verían afectados.
- ▶ **Proveedores de mejoramientos de crédito**
  - Estos asumen parte de los riesgos asociados con los activos.
- ▶ **Agencias calificadoras de riesgo**
  - Las agencias calificadoras de riesgo analizan los riesgos vinculados a la transacción y otorgan una calificación crediticia a la emisión.
- ▶ **Inversionistas**
  - Los inversionistas son quienes en última instancia compran la emisión y reciben pagos periódicos de interés y capital a lo largo de la vida del título valor.
- ▶ **Estructurador y colocador**
  - El estructurador y el colocador crean títulos valores sobre la base de los activos subyacentes y los comercializan a los inversionistas

# Proceso de titularización

## Etapas implicadas en el proceso de titularización



En el apéndice en la página 95, se pueden encontrar detalles adicionales sobre este proceso.

# Proceso de titularización



- ▶ Las estructuras titularizadas en general implican un fideicomiso o patrimonio autónomo que adquiere carteras de préstamos o bonos, y financia esta adquisición mediante la emisión de títulos de crédito a los inversionistas
  - A fin de capitalizar al fideicomiso o patrimonio autónomo y proporcionar financiamiento para esta compra de activos, se emiten múltiples clases de deuda y acciones. Estas clases de capital varían con respecto a la jerarquía y prioridad del pago en caso de insolvencia.
  - La clase de capital accionario es la clase de mayor riesgo dentro de la estructura
    - Es la primera en sufrir el riesgo de demoras en los pagos y pérdidas
    - Es posible que los tenedores de acciones tengan derecho a recibir el exceso de los flujos de efectivo después de responder a todas las reclamaciones de capital senior y mezzanine
- ▶ Los retornos de los inversionistas se relacionan directamente con el desempeño de la cartera de activos subyacentes.
- ▶ Una titularización simple implica lo siguiente:
  - Un vendedor vende una cartera de activos, digamos USD 100 millones en préstamos de MF, al fideicomiso o patrimonio autónomo. El fideicomiso o patrimonio autónomo emite USD 95 millones en títulos valores con una alta calificación para los inversionistas. Este exceso de cobertura (USD 100 millones en préstamos vendidos al fideicomiso o patrimonio autónomo por USD 95 millones) está diseñada para proporcionar a los inversionistas una protección para el pago
  - El fideicomiso o patrimonio autónomo utiliza los fondos de la emisión para realizar un pago inicial al vendedor de 95% del precio de compra por los activos adquiridos y acuerda con el vendedor pagar el saldo del precio de compra con el transcurso del tiempo, utilizando los cobros de los activos, pero solo después de asegurarse de que se pague a los tenedores de títulos valores con una alta calificación
  - A menudo se obtiene un mecanismo de mejoramiento del crédito o liquidez a fin de brindar a los inversionistas mayor confort con la probabilidad de recibir pagos del capital e interés de la titularización
    - A menudo esto tiene el beneficio agregado de reducir los requisitos del exceso de cobertura

# Ventajas y desventajas de la titularización



## Ventajas

- ▶ **Originadora o fideicomitente**
  - Nuevas fuentes de financiamiento
    - La titularización abre nuevas fuentes alternativas de capital e incrementa la participación de las IMF en los mercados financieros
  - Creación de un título valor comercializable
    - La titularización permite a una entidad crear un título valor que puede comercializarse a partir de un activo relativamente ilíquido
  - Puede ayudar a una institución a bajar su costo de fondos, en el sentido de que la calificación de la titularización estructurada en general es mejor que la calificación institucional de la originadora o fideicomitente
- ▶ **Inversionista**
  - Retornos más altos
  - Diversificación del portafolio de inversión

## Desventajas

- ▶ **Originadora o fideicomitente**
  - Costos de la titularización<sup>1</sup>
    - Implementar una titularización puede ser algo costoso debido a su alto nivel de estructuración. Los costos habituales de una titularización incluyen
      - Costos de emisión
      - Costos de estructuración
      - Cargos de la agencia calificadora de valores
      - Cargos operativos y por servicio (administración fiduciaria)
  - Retención del riesgo crediticio (según la estructura y si la titularización se da sobre una base de recurso a la originadora o fideicomitente)
- ▶ **Inversionista**
  - Riesgo de amortización anticipada (pago anticipado de los activos subyacentes o la cartera de préstamos adquiridos)
    - Es posible que la amortización anticipada exija que la originadora o fideicomitente transfiera activos adicionales o retire activos deteriorados, con lo cual se repone la cartera de activos vendidos

1. La desventaja del costo de una titularización solo es pertinente a las entidades más pequeñas; los grandes entidades, por el contrario, se benefician de las economías de escala (debido a los costos fijos de estructuración).

# Clases básicas de titularizaciones e impacto contable

## Clase

### Titularización fuera del balance

### Titularización incluida en el balance

## Impacto contable

- ▶ Activos de préstamos suprimidos del balance
- ▶ Reconocimiento de los ingresos de “ganancia sobre la venta”
- ▶ Indicadores: disminución del apalancamiento (financiamiento fuera del balance)
  - Mejora del retorno sobre los activos (más ingresos y menor base de activos)
- ▶ Otras: puede tener que pagar impuestos especiales/incrementados sobre las ventas/ganancias de activos.
  
- ▶ Venta de activos a una subsidiaria independiente u otra entidad propiedad de la compañía que tenga como consecuencia la retención de activos en el balance
- ▶ Los fondos recaudados por la titularización se muestran en los estados consolidados como “deuda” (dado que la subsidiaria emite títulos de crédito a terceros para adquirir los activos)
- ▶ Evita fluctuaciones de las ganancias (sin “ganancias sobre la venta”)
- ▶ Puede minimizar los impuestos pagados sobre las ventas y ganancias de activos
- ▶ Según el nivel de respaldo o recurso a la compañía, una titularización puede clasificarse como incluida en el balance

I. La gran mayoría de las transacciones de titularización reciben el tratamiento contable “fuera del balance”. Únicamente en casos seleccionados, en general en los Estados Unidos, la cartera titularizada se mantiene “en el balance”. Dado que la creación de un fideicomiso o patrimonio autónomo está diseñada para transferir activos y pasivos del balance de una institución a una entidad independiente, el financiamiento incluido en el balance hace que el fin del fideicomiso o patrimonio autónomo sea prácticamente nulo y sería particularmente inusual en el caso de las titularizaciones de IMF.



# Puntos clave de las transacciones de titularización



## Existen varios aspectos clave de las transacciones de titularización que afectan el balance y estado de resultados de una IMF

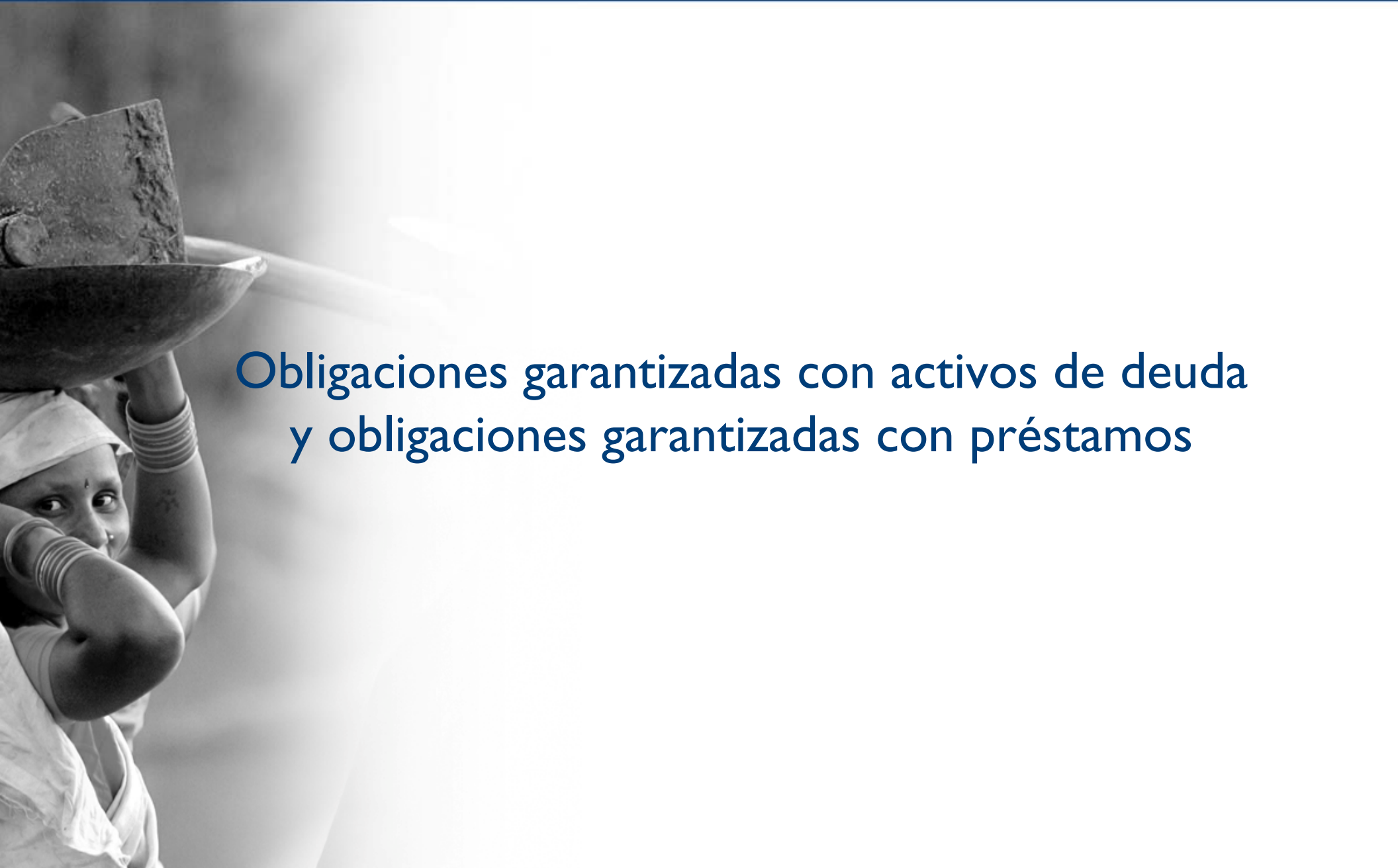
- ▶ El proceso de titularización afecta de dos formas a la sección de activos del balance:
  - El saldo en efectivo aumenta (los ingresos en efectivo generados a partir de la venta de activos)
  - La cartera de MF disminuye (activos transferidos al fideicomiso o patrimonio autónomo no incluido en el balance)
- ▶ Es importante observar que mediante una titularización, una IMF es capaz de incrementar su cartera sin asumir nueva deuda
- ▶ Si bien es posible que la cartera de la IMF inicialmente disminuya, la cartera de MF se restablecerá rápidamente a medida que los ingresos por la titularización sean reinvertidos en préstamos de MF
- ▶ En el estado de resultados, en general los ingresos de una IMF aumentarán a partir de la realización de la venta de la cartera
- ▶ Combinados, las ganancias incrementadas y la base de activos relativamente constante deberían tener como resultado un mayor retorno sobre los activos para la IMF

# Titularizaciones recientes



## A continuación se detallan algunas de las titularizaciones recientes que involucraron a IMF

- ▶ BRAC Bangladesh, Titularización de la cartera de préstamos de microcrédito denominada en taka
  - En julio de 2006, BRAC completó la primera titularización de microcréditos. Denominada en taka de Bangladesh (BDT), la transacción proporcionará un total de BDT 12.6 mil millones (equivalente a USD 180 millones) de financiamiento para BRAC durante seis años. Bajo el programa, se desembolsarán cada seis meses a BRAC BDT 1,000 millones (equivalente a USD 15 millones), con un vencimiento a un año. La transacción recibió una calificación de AAA por la Agencia de Calificación Crediticia de Bangladesh, y el precio del primer programa se fijó en 200 puntos básicos por debajo del costo actual de los fondos de BRAC. RSA Capital se desempeñó como estructurador líder; Citibank, N.A. Bangladesh (Citigroup), FMO (Países Bajos) y KfW (Alemania) fueron los co-estructuradores. FMO compró una tercera parte de los certificados, Citibank, N.A. compró otra tercera parte de los certificados, (respaldados por una garantía de FMO y una contragarantía de KfW) y Citibank, N.A. Bangladesh, con otros dos bancos locales compró la tercera parte restante de los certificados.
  
- ▶ ProCredit Bank Bulgaria, titularización de cartera de préstamos para pequeñas y medianas empresas denominada en euros
  - En noviembre de 2005, Deutsche Bank actuó como estructurador líder de la titularización de ProCredit Bulgaria y coordinó el financiamiento a través del mercado de papel comercial. ProCredit Bulgaria utilizará los fondos provenientes de la titularización para financiar sus actividades de préstamo a micro, pequeñas y medianas empresas. La cartera inicial titularizada ascendió a €7.8 millones, la cual pretende incrementarse a €100 millones durante los próximos 12 a 15 meses. Fitch Ratings otorgó una calificación de “BBB” a la estructura de títulos de crédito que se usó para financiar la titularización, la cual se mejoró aun más por las garantías proporcionadas por el Fondo Europeo de Inversiones (European Investment Fund, o EIF) y KfW de Alemania.
  
- ▶ Titularización de ICICI Bank de la cartera de préstamos de SHARE
  - A comienzos de 2004, ICICI Bank (India) pagó a SHARE —con sede en la India— el equivalente a USD 4.3 millones por 25% de la cartera de préstamos de SHARE, lo cual cubrió aproximadamente 42,000 préstamos de 26 sucursales. ICICI descontó el valor futuro (VF) del capital e interés de estas cuentas por cobrar a 8.75%. Si bien no hubo colocación de títulos valores con los inversionistas, la transacción fue estructurada con el estilo de una titularización y fue un paso hacia una titularización completa.
  - Cabe mencionar que la compra de esta cartera ayudó a ICICI a cumplir con los requisitos de préstamos a “sectores prioritarios” impuestos por el Banco de la Reserva de la India a los bancos privados. Con posterioridad, ICICI vendió los activos a otro banco de la India a una prima, obteniendo una ganancia de más de 400 puntos básicos (aproximadamente USD 4 millones) en el proceso.



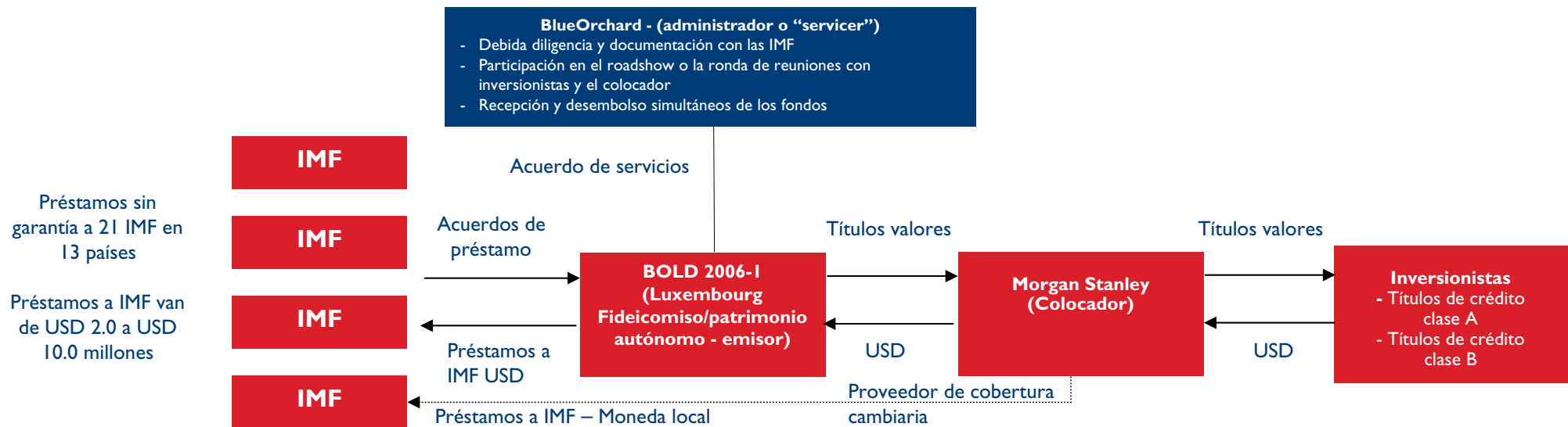
Obligaciones garantizadas con activos de deuda  
y obligaciones garantizadas con préstamos

# ¿Qué son las CDO?

Las obligaciones garantizadas con activos de deuda (“Collateralized Debt Obligations” o CDO) son transacciones de titularización basadas en la venta de activos) de los siguientes tipos:

- ▶ Préstamos (préstamos a IMF)
- ▶ Productos estructurados (títulos valores garantizados con activos, títulos valores garantizados con hipotecas)
- ▶ Swaps de riesgo crediticio
- ▶ Otros
  - Títulos de deuda de mercados emergentes
  - Préstamos comerciales e industriales
  - Bonos de grado de inversión y de alto rendimiento

El siguiente diagrama ilustra la transacción de BOLD del año 2006<sup>1</sup>



1. Consulte la página 67 para conocer más detalles sobre esta transacción.

## Existen dos clases básicas de CDO

---

### Balance

- ▶ Reduce el volumen del balance
- ▶ Permite a los bancos administrar el capital reglamentario y económico
- ▶ Las CDO de las IMF se ubicarían dentro de esta categoría

### Arbitraje

- ▶ Permite a los inversionistas en acciones comprar activos en garantía con alto rendimiento mediante la emisión de deuda con un rendimiento sustancialmente más bajo (la mayoría de la cual tiene calificación AAA o AA)

# CDO: ¿Quién invierte?

## Los inversionistas varían según la clase de título valor.

Clase de inversión	Clases de inversionistas
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ <b>Títulos senior</b><ul style="list-style-type: none"><li>• En general, tienen una calificación de AAA</li><li>• Estrategia de retorno conservadora: de bajo riesgo</li><li>• Última clase en sufrir los efectos de la falta de pago de activos</li></ul></li> <li>▶ <b>Títulos mezzanine</b><ul style="list-style-type: none"><li>• En general, tienen una calificación de AA a B</li><li>• Riesgo moderado: Perfil de mediano riesgo</li><li>• Junior a AAA pero senior a acciones</li></ul></li> <li>▶ <b>Acciones</b><ul style="list-style-type: none"><li>• Clase sin calificación</li><li>• Estrategia agresiva: retorno de alto riesgo</li><li>• Primera clase en sufrir los efectos de la falta de pago de activos</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Bancos comerciales no estadounidenses</li><li>• Administradores de dinero</li><li>• Fondos de inversión libre (“Hedge Funds”)</li> <li>• Compañías de seguros</li><li>• Administradores de dinero</li><li>• Bancos comerciales</li> <li>• Afiliadas del administrador de portafolios</li><li>• Personas de alto patrimonio</li><li>• Inversionistas en “inversiones alternativas”</li></ul>

## Se exponen a continuación algunas de las transacciones de CDO recientes en las que participaron IMF

- ▶ Títulos valores para microfinanzas de BlueOrchard (“Blue Orchard Microfinance Securities” o BOMFS)
  - En julio de 2004, BlueOrchard Finance y Developing World Markets estructuraron conjuntamente una titularización de USD 40 millones de títulos de crédito a 7 años con tasa de interés fija contra préstamos transfronterizos para instituciones de microfinanzas (IMF) en una transacción a la que se hizo referencia como BOMFS I. JPMorgan Securities actuó como colocador para los Títulos de Crédito.
  - En mayo de 2005, BlueOrchard Finance y Developing World Markets estructuraron conjuntamente un segundo cierre de BOMFS I con una titularización de USD 47 millones. Nuevamente, JPMorgan Securities actuó como el colocador.
- ▶ CDO de BlueOrchard (BOLD 2006 I)
  - En marzo de 2006, BlueOrchard Finance, una compañía de inversiones especializada en microfinanzas, emitió un tramo de USD 99.1 millones en obligaciones garantizadas con préstamos (CLO), sin calificación, disponible a inversionistas a nivel mundial, la venta la administró Morgan Stanley. Está respaldada por préstamos a 22 IMF. Morgan Stanley también ofrece swaps de divisas por alrededor del 25% del monto de la transacción para proporcionar financiamiento en moneda local en Colombia, México y Rusia.
  - En total, diez inversionistas participaron en los tramos senior, los cuales tienen vidas promedio de 4.7 años y se dividieron entre títulos de crédito en euros, libras esterlinas y dólares. Los títulos de crédito de Clase A1 generan intereses a una tasa flotante de LIBOR a tres meses + 0.75%. Los títulos de crédito de Clase A2 generan intereses a una tasa fija de 5.59% por año. Los títulos de crédito de Clase A3 generan intereses a una tasa fija de 6.02% por año. El administrador de efectivo calculará los intereses sobre los títulos de crédito de Clase B y fueron comprados en un 100% por FMO. El retorno promedio de todos los tramos es de 6.14%.
  - Esta transacción representa un paso fundamental para generar financiamiento para las IMF al acceder a los mercados de crédito estructurados. Ofrece una nueva forma de canalizar el capital privado desde fuentes globales a prestatarios de pequeña escala que tienen poco acceso al crédito, proporcionándoles a varias IMF participantes financiación en moneda local y eliminando de esta forma el riesgo cambiario.
  - BlueOrchard ha estado colocando financiamiento para IMF durante cinco años, y administra otros fondos para IMF, incluido el Fondo de Microcrédito Dexia de USD 90 millones y el Fondo Global de Microfinanzas ResponsAbility. En 2004 BlueOrchard junto con Developing World Markets también lanzaron una CLO por USD 40 millones con garantía de la Overseas Private Investment Corp, y seguido de otra transacción un tiempo después en ese mismo año por USD 47 millones.

## Se exponen a continuación algunas de las transacciones de CDO recientes en las que participaron IMF

- ▶ Títulos valores de microfinanzas XXEB (MFS):
  - En julio de 2006, Developing World Markets completó la estructuración de una titularización de USD 60 millones a 5 años con una tasa de interés fija y flotante de préstamos transfronterizos a 30 IMF en 15 países que abarcan a casi 1 millón de clientes. Esta transacción, a la que se hace referencia como MFS, incluyó a Symbiotics (un proveedor de servicios de intermediación de inversión en microfinanzas con sede en Ginebra) y Global Partnerships (una organización sin fines de lucro con sede en Seattle) como administradores conjuntos en esta transacción. Developing World Markets patrocinó la transacción y actuó como Administrador General.
  - La transacción constó de múltiples monedas, incluyendo USD, EUR y GBP con tramos de deuda y acciones. Los títulos de crédito senior recibieron la calificación A1 (en la escala de Moody's) por parte de MicroRate, lo cual hace de MFS la primera CDO de microfinanzas en ser calificada. Los inversionistas en acciones en MFS incluyen a Morley Fund Management, una compañía líder, dedicada a la administración de fondos con un perfil de inversión socialmente responsable (socially responsible investment, SRI) en el Reino Unido, Civic Capital, un fondo de inversión libre ("hedge fund") de SRI con sede en Boston y Developing World Markets.

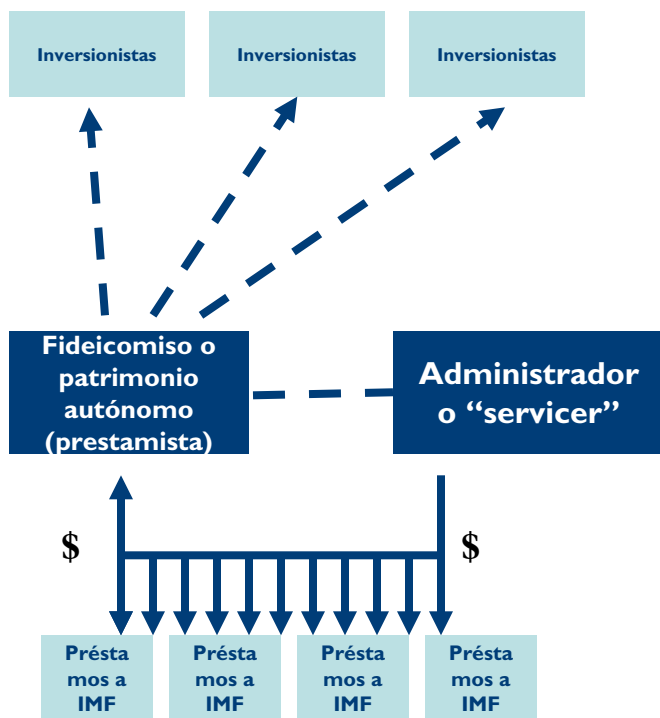


# CLO, CDO y Titularizaciones

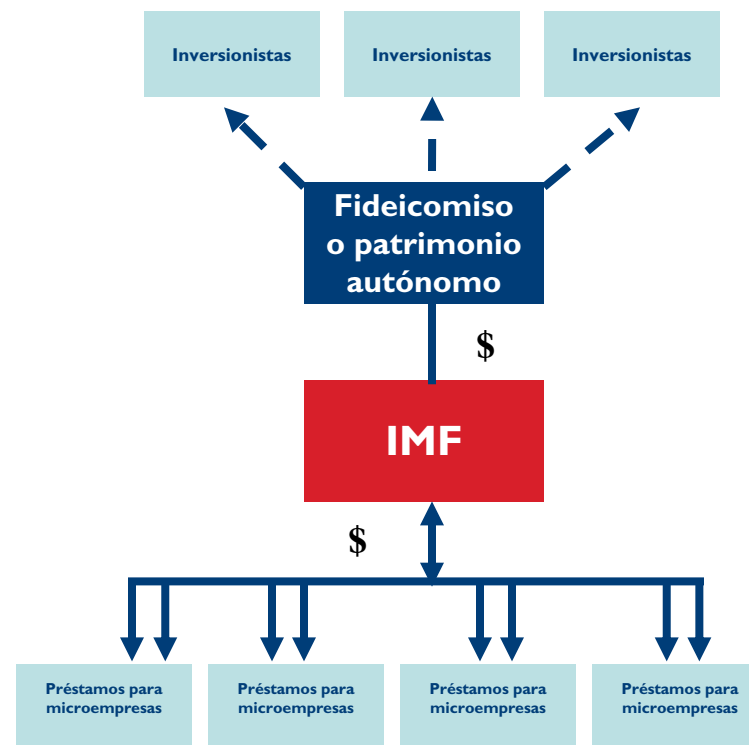
## ¿De qué manera difieren las CDO y CLO de las Titularizaciones?

- ▶ La titularización es el proceso de crear instrumentos financieros estructurados alrededor de muchas clases de activos. Las CDO y CLO también son instrumentos financieros estructurados, pero sus activos subyacentes se limitan específicamente a préstamos u obligaciones de deuda (bonos). Por consiguiente, una CDO o CLO es solo otra forma de titularización.

### CDO/ CLO



### Titularización de cartera de MF



- ▶ Cantidad limitada de deudores
- ▶ Préstamos agrupados para proporcionar diversificación de cartera
- ▶ El "prestamista" también puede actuar como "administrador" o "servicer"
- ▶ El fideicomiso o patrimonio autónomo otorga en garantía los préstamos a IMF a los inversionistas

- ▶ Miles de deudores
- ▶ La IMF actúa como administrador o "servicer" para el cobro de los préstamos
- ▶ En una titularización de la cartera de MF, la IMF le "vende" activos al fideicomiso o patrimonio autónomo

## Instrumentos para mejoramiento del crédito



# ¿Qué son los instrumentos para el mejoramiento del crédito?



- ▶ Un instrumento para el mejoramiento del crédito reduce el riesgo de una transacción para lograr una calificación más alta. En esencia, mejora la solvencia de un prestatario o transacción. Los instrumentos para el mejoramiento del crédito tienen muchas formas distintas, incluida la de garantías financieras
- ▶ Tales instrumentos o garantías pueden incrementar la factibilidad de que un emisor acceda a sus mercados locales de capital y es posible que disminuya el costo final del financiamiento de la transacción
- ▶ Entre los conceptos que se deben evaluar al considerar las opciones para el mejoramiento del crédito están los siguientes: volumen, plazo, complejidad de la estructura, costos directos y administrativos y disponibilidad en los respectivos mercados emergentes

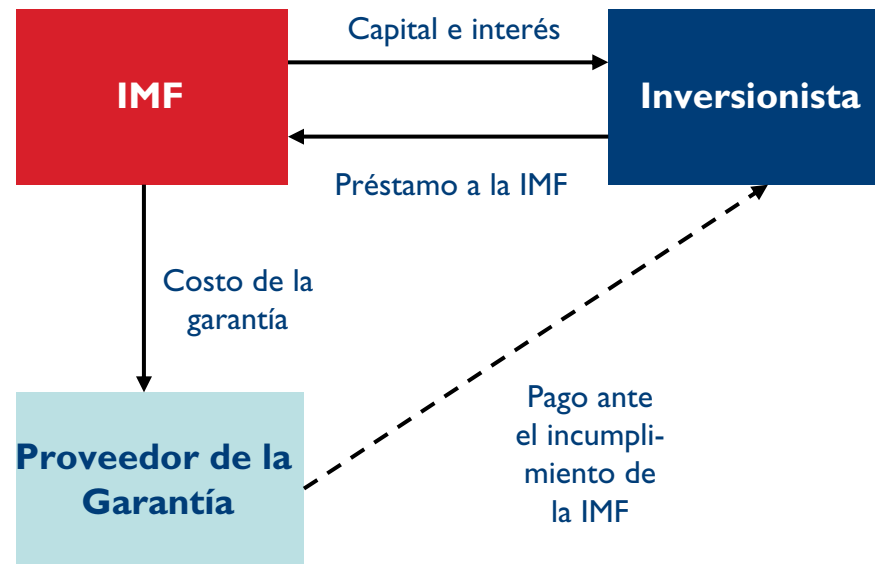


## Garantías financieras

## Las garantías financieras se utilizan para asegurar el pago puntual

### Definición:

- ▶ Una garantía asegura que los intereses y el capital del instrumento financiero en cuestión se pagarán a tiempo y en su totalidad.
  - El proveedor de la garantía acepta la responsabilidad por la obligación si la entidad (IMF) que tiene la responsabilidad principal por la obligación no cumple con ella



## Las garantías financieras se utilizan para asegurar el pago puntual

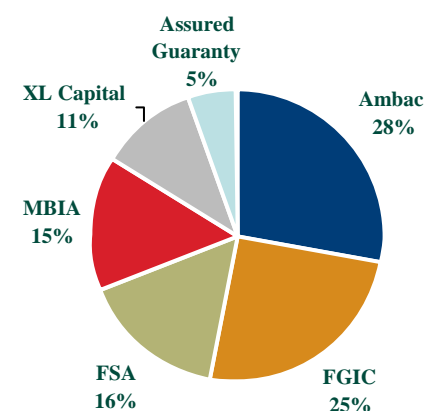
### Consideraciones de la transacción

- ▶ La viabilidad de los programas de garantía depende de la solvencia percibida del garante para cumplir con las reclamaciones de pago (la calificación asignada)
  - En los mercados financieros desarrollados, las calificaciones crediticias por parte de las principales agencias calificadoras de valores influyen en la percepción del garante y/o emisor
- ▶ Dado que las garantías completas pueden ser demasiado costosas o inviables, existen alternativas:
  - Las garantías parciales se estructuran de forma tal que hay una participación en el riesgo entre el prestamista y el garante, la cual mitiga el riesgo del prestatario a un nivel que el prestamista puede absorber
  - La subordinación de deuda actúa como un mejorador del crédito, en el cual el prestamista subordinado (donante o agencia de desarrollo) toma un derecho de cobro subordinado al de los prestamistas senior

### Descripción general de Aseguradores de bonos de los EE.UU.

- ▶ Los miembros de AFGI<sup>1</sup> tenían bonos asegurados con un capital de USD 466.6 mil millones en 2004; incluidos bonos estadounidenses municipales y bonos internacionales del sector público y títulos valores con garantía de activos (asset backed securities, o ABS).<sup>2</sup>
- ▶ A nivel internacional, el valor del capital de los bonos asegurados ascendió a USD 58.5 mil millones. Los bonos internacionales asegurados con garantía de activos se incrementaron en un 4% desde 2003, alcanzando los \$46.8 mil millones en 2004.

### Garantes de ABS/MBS de los EE.UU. en 2004 <sup>(3)</sup>



1. Fuente: [www.afgi.org](http://www.afgi.org). La Asociación de Aseguradores de Garantías Financieras (Association of Financial Guaranty Insurers o AFGI) es la asociación comercial que representa a los emisores y reemisores estadounidenses de bonos municipales y títulos valores con garantía de activos. Estos garantes son instituciones financieras (principalmente compañías de seguro) que están reguladas y suelen tener calificaciones AAA.

2. Fuente: Asset Backed Alert, enero de 2005

3. Títulos valores garantizados con activos (ABS, por sus siglas en inglés)  
Títulos valores garantizados con hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés)

## Cartas de crédito standby

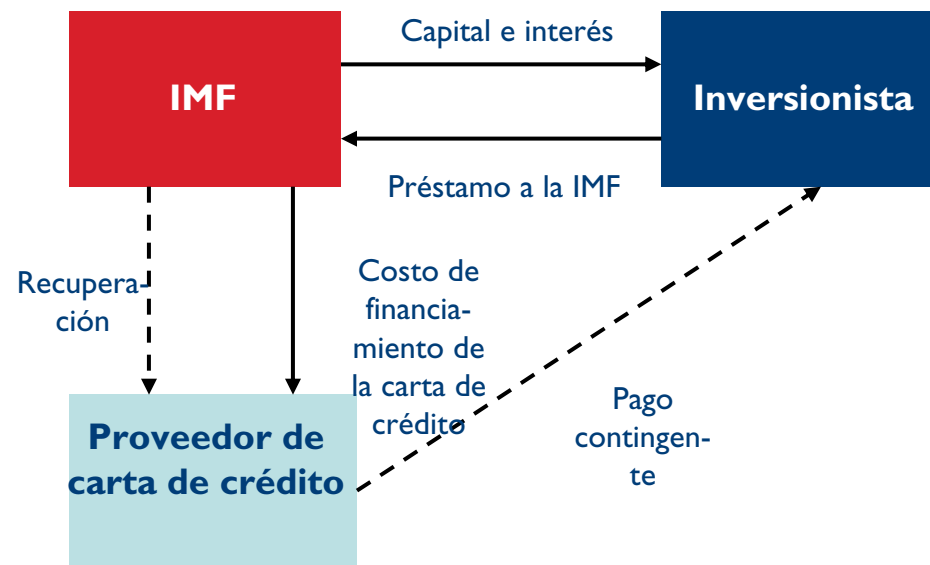


# Cartas de crédito standby

## Las cartas de crédito standby pueden usarse para aumentar la liquidez del financiamiento

### Definición:

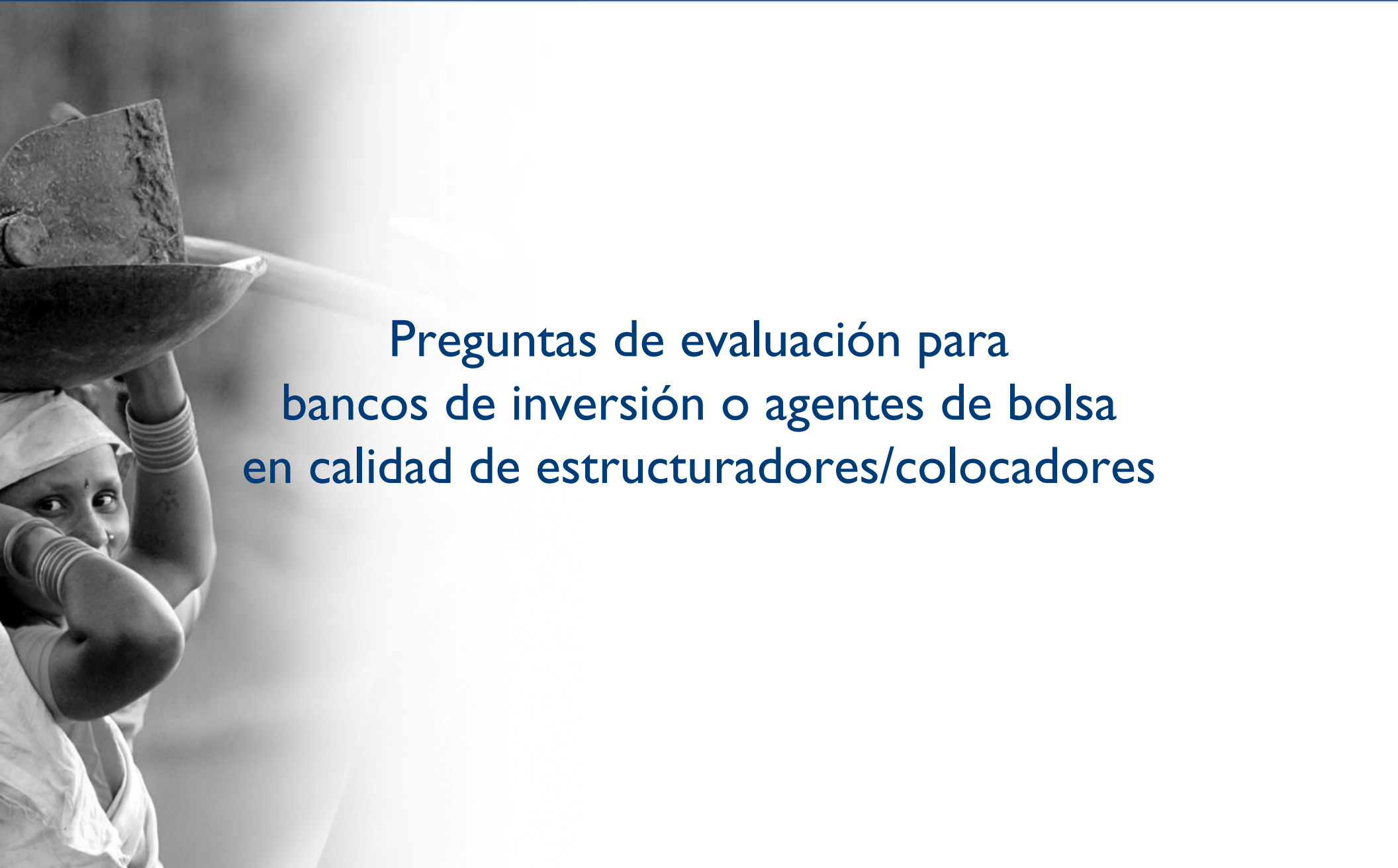
- ▶ **Una carta de crédito** es un acuerdo emitido por una institución financiera (en general un banco) en el que se establece que un prestatario (la IMF) ha establecido una línea de crédito a favor del prestamista (el Inversionista) y confirma que el pago se realizará de acuerdo con las disposiciones de la carta de crédito.
- ▶ **Una carta de crédito standby** es una carta de crédito pensada para usarse únicamente cuando el solicitante incumple con el pago
  - La carta de crédito standby le garantiza al prestamista que se cumplirá con la obligación del prestatario
  - En general, la carta de crédito standby es emitida por un banco con una calificación alta y, en esencia, ayuda a reemplazar el riesgo del prestatario por el del banco; proporcionando más protección a los inversionistas





## **Las cartas de crédito standby pueden usarse para aumentar la liquidez del pago. A continuación se describen las consideraciones de la transacción:**

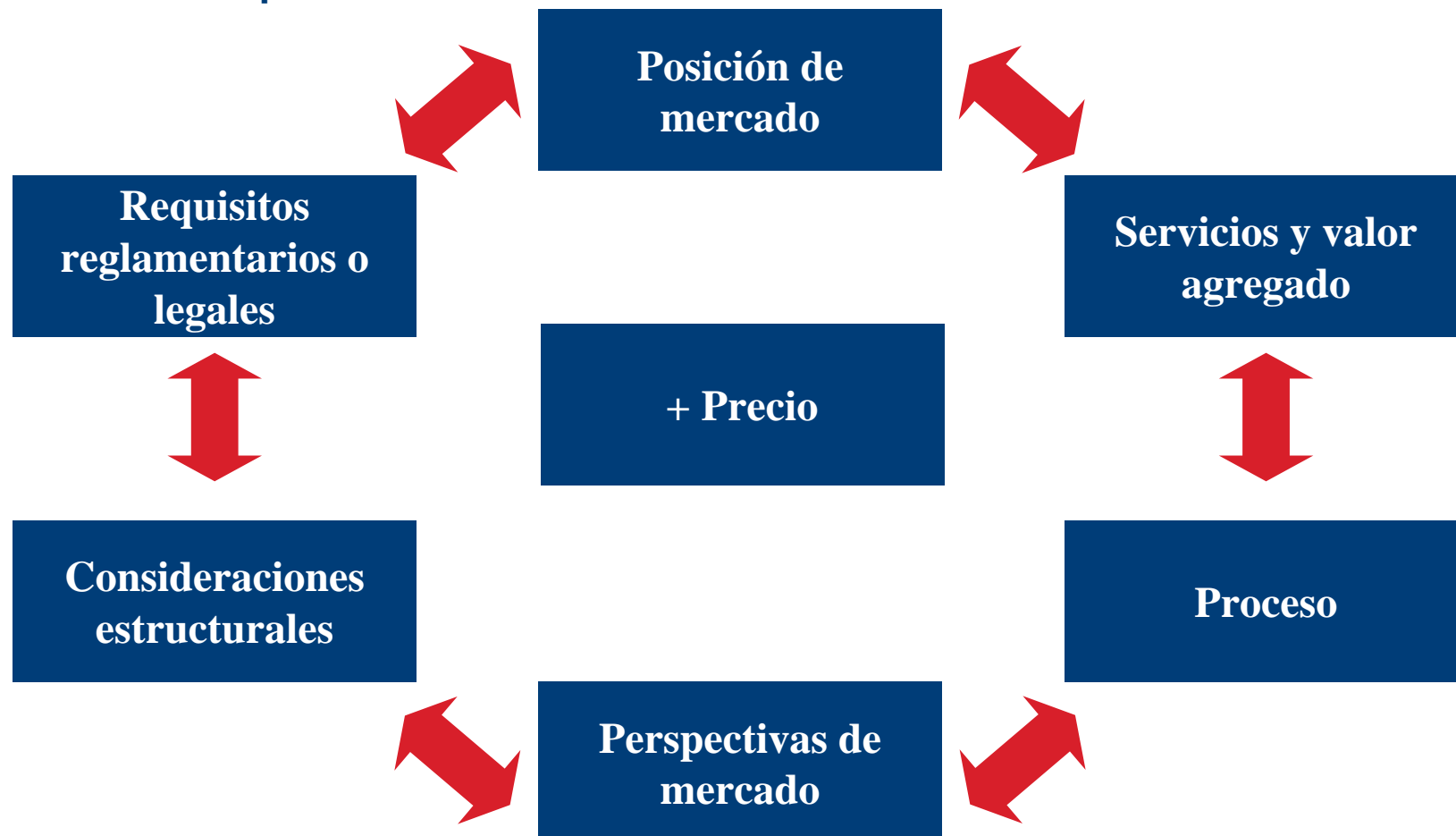
- ▶ Tres clases básicas de riesgos
  - Riesgo crediticio
    - El proveedor se ve expuesto al riesgo crediticio del prestatario y el costo de extender la carta de crédito standby, lo cual puede afectar de forma significativa el precio en las transacciones mayores
    - Es posible que esta opción no esté disponible para las entidades que no puedan cumplir con los requisitos de crédito del proveedor de la carta de crédito
  - Riesgo de documentación
    - Contrato que puede hacerse cumplir legalmente, pero depende de condiciones predefinidas de incumplimiento
    - Documentación que no cumpla con los requisitos de la carta de crédito puede invalidar un contrato
  - Riesgo político
    - Las transacciones transfronterizas pueden crear exposición no deseada al riesgo político o de eventos para los inversionistas; sin embargo, la presencia de una carta de crédito standby de un banco global podría ayudar a mitigar este riesgo.
- ▶ Desde 1979, Standard & Poor's ha evaluado más de 9,000 transacciones en los EE.UU. que tienen mejoramiento del crédito con todo el respaldo de una carta de crédito.
  - La calificación asignada a una transacción garantizada por una carta de crédito generalmente es la calificación de los certificados de depósito (CD) del proveedor de la carta de crédito o su calificación crediticia como emisor.



Preguntas de evaluación para  
bancos de inversión o agentes de bolsa  
en calidad de estructuradores/colocadores

# Evaluar bancos de inversión en calidad de estructuradores/colocadores

Evaluar a los bancos de inversión en calidad de posibles estructuradores/colocadores con respecto a las 7 dimensiones siguientes le ayudará a optimizar su transacción planificada de mercados de capital.



Consulte el apéndice (9) para ver las preguntas específicas sobre cada uno de los temas anteriores, que se les pueden preguntar a los posibles estructuradores/colocadores como parte del proceso de selección.

Cómo presentar el  
éxito de su institución  
a las agencias calificadoras  
y a los inversionistas



# Proceso de marketing: Descripción general



- ▶ Durante el proceso de marketing, una IMF deberá explicar lo siguiente a los inversionistas (también denominado “posicionamiento”):
  - **Propuesta de valor de la IMF**, incluyendo: clientela objetivo, enfoque regional y geográfico, metodología de préstamo, estrategia de expansión, productos y servicios ofrecidos
  - **Diferenciadores clave** entre la IMF e instituciones financieras reguladas y/o comerciales
  - **Ventajas competitivas** de la IMF con microempresarios en comparación con los programas competidores, tales como el valor cualitativo de la marca de la IMF y atractivo para el mercado objetivo
- ▶ Los inversionistas (en particular los inversionistas en acciones) prestarán atención a la capacidad de la IMF para:
  - expandir y proteger las ofertas existentes de productos
  - ingresar a nuevos mercados y acceder a nuevos clientes
  - fortalecer su desempeño financiero al evaluar si proceder con una inversión
- ▶ A fin de ayudar a los inversionistas a hacer esta determinación, la gerencia debe pensar en las siguientes consideraciones de inversión (ejemplo):
  - **Franquicia fuerte:** una IMF puede incluir estadísticas de participación o penetración de mercado que demuestren liderazgo y resalten áreas en las que la IMF es competitivamente superior
  - **Base de clientes leales:** una IMF puede señalar estadísticas de clientes que retornan u otras estadísticas de retención de clientes
  - **Modelo de negocios contundente:** una IMF podría presentar datos sobre ingresos recurrentes, apalancamiento operativo alto, fuerte generación de flujo de caja, alta calidad de la cartera y desempeño sostenido durante períodos de baja económica
  - **Oportunidades de crecimiento alcanzables:** una IMF puede resaltar la cantidad de microempresarios o familias de bajos ingresos presentes en el mercado, que actualmente no cuentan con servicios bancarios
  - **Gerencia excelente:** una IMF podría analizar la experiencia de sus ejecutivos clave y de su junta directiva, a fin de demostrar el compromiso de la gerencia para con la institución, así como su profesionalismo

## Las IMF deben estar preparadas para responder a las inquietudes de los inversionistas con respecto a una variedad de temas

### Estructura organizativa

- ▶ Experiencia de la gerencia en microfinanzas
- ▶ Controles internos actuales, originación, riesgo y auditoría
- ▶ Supervisión de la junta ejecutiva o del comité de administración
- ▶ Riesgo del “persona clave” (demasiada dependencia de una única persona o grupo)
- ▶ Estructura actual de capital y datos financieros
  - Propiedad
  - Razones deuda-capital
  - Balance y estado de resultados
- ▶ Prestamista directo o indirecto
  - Los prestamistas que no hacen directamente préstamos de microfinanzas deberán explicar su relación con los prestamistas directos.

### Tipo de financiamiento/Usos de fondos

- ▶ Descripción de la oferta:
  - Términos de financiamiento (vencimiento, frecuencia del cupón, amortización)
  - Tipo de financiamiento (deuda, titularización, acciones)
  - Valor relativo de la oferta versus:
    - Deuda gubernamental relevante
    - Hipotecas o titularizaciones locales
- ▶ Restricciones sobre la moneda local o convertibilidad
  - Probablemente de mayor importancia para las transacciones internacionales
- ▶ Problemas legales y jurisdiccionales
- ▶ Uso de los fondos:
  - Retornos estimados en los próximos 3-5 años
  - Supuestos (para los cálculos precedentes)

## Las IMF deben estar preparadas para responder a las inquietudes de los inversionistas con respecto a una variedad de temas.

### Originación de activos y administración de riesgos

- ▶ Originación del préstamo:
  - Capacidades de suscripción y expansión
  - Metodología de evaluación crediticia
- ▶ Análisis de la información financiera y del punto de equilibrio
  - Tasas de incumplimiento de pago
  - Historial de desempeño de la cartera
  - Informes de auditoría
- ▶ Administración del riesgo:
  - Sistemas de administración del riesgo crediticio y flujo de fondos
    - Sistemas y centros de cobranza
    - Procesamiento de pagos
  - Proceso para préstamos con incumplimiento de pago
    - Valores de recuperación (estimados calculados y realizados)

### Apoyo de terceros

- ▶ Selección de asesores financieros
  - Crucial para las titularizaciones
- ▶ Proporcionar historial de desempeño de la entidad emisora
  - Importante incluso para las titularizaciones en las que se crea un patrimonio autónomo o fideicomiso independiente
- ▶ Proporcionar informes actuales de la agencia de clasificación de valores o evaluaciones crediticias:
  - Preferiblemente una agencia de línea central (Fitch, S&P, Moody's) para la "evaluación crediticia" y reconocimiento más global con los inversionistas
  - Si se trata de una agencia especializada, describir el historial y la metodología de evaluaciones. La evaluación de la agencia especializada tendría que ser reconocida o aceptable para las agencias normativas y los inversionistas locales de los mercados de capital locales

# Proceso de marketing: Relación con Inversionistas



## La función de Relación con Inversionistas forma parte importante de la actividad de marketing y servirá como punto central para la comunicación continua con los inversionistas

- ▶ Cuando una IMF considera si debe realizar una transacción de mercados de capital, es esencial que el equipo gerencial fortalezca su función de Relación con Inversionistas (RI).
- ▶ La función de Relación con Inversionistas es en general responsable por controlar las formas en las que la IMF revela información al mundo exterior, con énfasis en mantener la transparencia y la coherencia
  - Después de que se completa una transacción de mercados de capital, el equipo de RI normalmente supervisa la documentación relacionada con el cumplimiento reglamentario y también actúa como el punto de contacto principal para los inversionistas actuales y potenciales que buscan obtener información de la IMF
- ▶ En general, la función de RI se concentra en la distribución y diseminación de información financiera (estados financieros auditados y reportes de calificación) relacionada con la IMF, pero las obligaciones del departamento de RI también pueden incluir la transmisión de información relacionada con la política de gobierno corporativo de la IMF o con la comunicación concerniente a cambios en la oferta de productos de una IMF, nuevas alianzas estratégicas, ingreso en nuevos mercados y otros acontecimientos similares (especialmente si no existe una función de comunicaciones dentro de la IMF)
- ▶ Como sucede con la mayoría de las compañías que cotizan en bolsa, una IMF debe designar a un funcionario o gerente para responder con celeridad a las solicitudes de los inversionistas
  - El funcionario de RI también puede recopilar información de los competidores, diseminar información mediante conferencias de prensa, organizar reuniones individuales con inversionistas, mantener una sección de RI en el sitio web de una IMF y coordinar la elaboración de un informe anual
- ▶ El equipo de RI también debe mantenerse al tanto de los temas actuales y futuros que pueden afectar a la IMF desde una perspectiva reglamentaria u operativa. El gerente de RI debe trabajar estrechamente con el director ejecutivo y el gerente de finanzas de la IMF, así como también con el presidente de la junta directiva o consejo de administración, a fin de garantizar que la imagen de la IMF se mantenga de forma coherente. Asimismo, el departamento de RI suele desempeñar una función en el manejo de crisis, en caso de catástrofe operativa.





# Apéndice I: Descripción del proceso de calificación

# La presentación a las Calificadoras



## A continuación exponemos la información que se hallaría en una presentación típica para las calificadoras

### Índice

- ▶ Resumen ejecutivo
  - Alto nivel de información en los antecedentes, estrategia, plan de negocios
- ▶ Equipo de administración
  - Presentación del equipo que operará e implementará este plan, e identificación de su experiencia
- ▶ Estrategia
  - Estrategia de alto nivel y razonamiento de base
  - Análisis mayormente cualitativo acerca de la estrategia
- ▶ Plan de Negocios
  - Paso a paso: qué espera lograr y cómo
- ▶ Uso de los fondos
  - En qué se utilizarán los fondos
- ▶ Proyecciones financieras
  - Estados financieros proyectados basados en el plan de negocios (en general proyecciones a 3-5 años o, como mínimo, las proyecciones deben abarcar el plazo de la emisión de mercados de capital)
- ▶ Análisis de sensibilidad
  - Medidas financieras clave en diferentes sensibilidades
    - Para las IMF, la sensibilidad de las variables comerciales clave, incluido el crecimiento de los clientes, las tasas de interés, los costos operativos, los costos de financiamiento, etc.
- ▶ Apéndices
  - Apéndice I
    - Biografías del personal operativo clave
  - Apéndice II
    - Suposiciones clave para las proyecciones financieras



## Apéndice 2: Papel comercial

# Establecimiento de un programa de papel comercial estadounidense



DOCUMENTO:	RESPONSABILIDAD DE:	EL DOCUMENTO SE PRESENTA A:
<b>Acuerdo de operación:</b> Un acuerdo entre un Emisor y un Banco de inversión que especifica los términos en virtud de los cuales cada uno de los operadores actuará con respecto a la emisión de los títulos de crédito de papel comercial.	Emisor/Banco de inversión	Banco de inversión/Emisor/Agencias calificadoras
Memorando de oferta: Un material de marketing en el que se esboza el negocio del Emisor y los términos del programa.	Emisor/Banco de inversión	Inversionistas
<b>Acuerdo con agente de emisión y pago:</b> Autoriza a un banco, que actúa en calidad de agente para el Emisor, a emitir títulos de crédito de papel comercial y pagar a los inversionistas al vencimiento.	Agente de emisión y pago/Emisor	Banco de inversión/Agencias calificadoras
<b>Resolución de la junta directiva y Certificado de incumbencia:</b> La Junta Directiva o consejo de administración del emisor debe aprobar el incurrir la obligación y designar funcionarios autorizados para coordinar la transacción en nombre de la Compañía.	Emisor	Banco de inversión/Agencias calificadoras
<b>Opinión sobre la Ley de Títulos Valores:</b> Establece que los títulos de crédito de papel comercial en Estados Unidos está exento de registrar en virtud de la Ley de Títulos Valores de 1933, conforme al Artículo 3 ó 4.	Emisor/Asesor legal	Banco de inversión/Agencias calificadoras
<b>Opinión corporativa:</b> Establece que el prestatario está debidamente constituido, su existencia es válida y tiene una buena situación financiera; que la Compañía tiene el poder y la autoridad corporativos para ejecutar y llevar a cabo sus obligaciones; los títulos de crédito se han autorizado, firmado y entregado debidamente.	Emisor/Asesor legal	Banco de inversión/Agencias calificadoras
<b>Título de crédito maestro/Carta de representación DTC<sup>1</sup>:</b> Proporciona los términos en virtud de los cuales se comercializan los títulos de crédito según el sistema de "asiento contable" ("Book Entry").	Emisor/DTC/Agente de emisión y pago	Banco de inversión/Agencias calificadoras
<b>Comprobante de calificaciones a corto plazo/Copias de cartas de calificaciones.</b>	Agencias calificadoras/ Emisor	Banco de inversión

1. DTC - Depository Trust Company - Un repositorio central mediante el cual los miembros transfieren electrónicamente acciones y certificados de bonos (un servicio de cámara de compensación).

# Establecimiento de un programa de papel comercial estadounidense



## Calendario para establecer un programa de papel comercial estadounidense – (emisor por primera vez)

Fecha objetivo	Documentación/Acción:	Responsabilidad de:
Semana uno	Comunicarse con las agencias calificadoras para notificarles el nuevo programa.  Comunicarse con un banco comercial a fin de establecer un servicio de respaldo (en general, una línea de crédito para proporcionar a los inversionistas una garantía de pago) para el programa de papel comercial. (si correspondiera) y elegir un Agente de Emisión y Pago.	Emisor
Semana uno-dos	Proporcionar al Emisor un borrador del acuerdo de operación y memorando de oferta.	Banco de inversión
Semana dos-tres	Comenzar a procesar los documentos de papel comercial requeridos: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Acuerdo de operación</li> <li>- Autorización de la obligación por parte de la Junta Directiva o Consejo de Administración</li> <li>- Certificado de incumbencia</li> <li>- Opiniones legales</li> <li>- Acuerdo de emisión y pago</li> <li>- Título de crédito físico (también título de crédito maestro)</li> </ul>	Emisor
Semana tres-cinco	Finalizar documentación sobre los servicios de respaldo del banco. Firmar el acuerdo de operación y finalizar otros documentos de papel comercial, incluyendo el Acuerdo de Emisión y Pago.	Emisor/Banco de inversión
	Finalizar el memorando de oferta y autorizar la distribución a los inversionistas. El Operador y el Emisor discuten sobre la estrategia de mercado y revisan los procedimientos de la transacción.	Banco de inversión



# Apéndice 3: Bonos senior (no subordinados) y subordinados

# Bonos: Consideraciones clave y riesgos para las IMF y los inversionistas



## Riesgos para las IMF

## Riegos para los inversionistas

### Tasas de interés

- ▶ En el caso de los bonos con tasa de interés flotante, un aumento en el índice de referencia significa pagos de intereses más altos
- ▶ En el caso de los bonos con tasa de interés fija, no existe riesgo de un incremento en el costo de financiamiento

- ▶ En el caso de los bonos con tasa de interés flotante, una caída en el índice de referencia significa pagos de intereses más bajos
- ▶ En el caso de los bonos con tasa de interés fija, un aumento en las tasas de interés disminuye el valor de los bonos

### Liquidez

- ▶ Posible dificultad para reembolsar el valor de los bonos a su vencimiento bajo condiciones de estrés.
- ▶ Cuando las IMF otorgan préstamos a clientes a más largo plazo, necesitan financiamiento para calzarse: los bonos proporcionan este financiamiento

- ▶ Es posible que no exista un mercado secundario activo para los inversionistas en bonos emitidos por una IMF

### Crédito

- ▶ Administrar la cartera de préstamos de clientes y la liquidez de la IMF de forma adecuada a fin de garantizar el pago puntual del capital e interés sobre los bonos, especialmente dado que posiblemente tengan el pago del total del capital al vencimiento

- ▶ Comprensión del negocio y los riesgos de las microfinanzas que posiblemente sea insuficiente

### Tasas de cambio

- ▶ Exposición al riesgo “cambiario”: Emitir bonos denominados en divisas extranjeras crea exposición a los movimientos de las tasas de cambio, como consecuencia del descalce entre su cartera de préstamos (activos) y sus pasivos de financiamiento, lo cual podría ser peligroso

- ▶ Al invertir en bonos denominados en una moneda extranjera, el inversionista recibirá flujos de efectivo en esa moneda, cuyo valor equivalente en la moneda nacional depende de las tasas de cambio prevaletentes

### Cláusulas de compraventa (“Call” y “Put”)

- ▶ Para los bonos con opción de venta (“Put”), riesgo de que el inversionista pueda vender el bono a la IMF antes de su vencimiento; entonces es posible que la IMF deba incrementar la deuda a una tasa de interés más alta para refinanciar estas obligaciones

- ▶ Para los bonos con opción de compra, los flujos de efectivo son inciertos. Si la IMF redime el bono antes de su vencimiento, el inversionista podría estar expuesto al riesgo de reinversión al tener que reinvertir los fondos a las tasas de interés más bajas del mercado

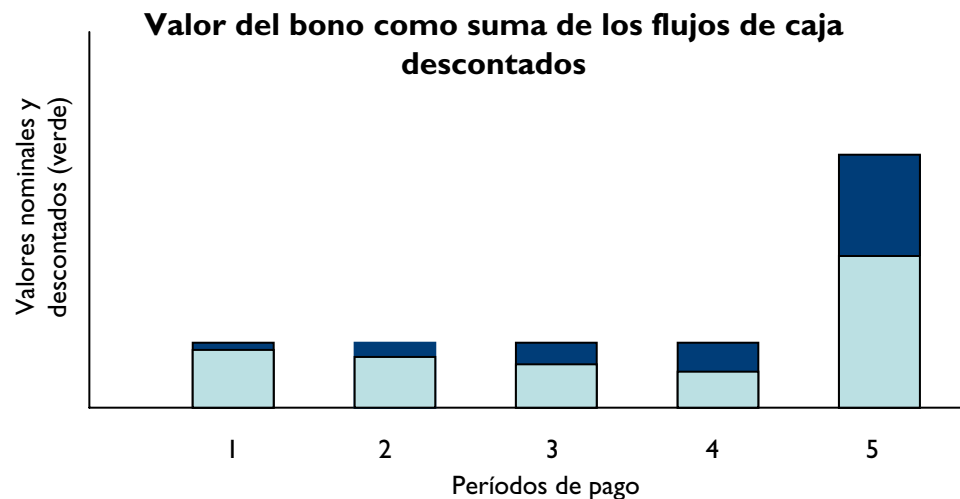
# Bonos: Valoración

- ▶ El precio de un bono puede expresarse como la suma de sus flujos de caja descontados:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

$CF_t$  representa el flujo de caja en el período  $t$  y  $r$  representa la tasa de descuento periódica. Cuanto más alta sea la tasa de descuento para un conjunto dado de flujos de caja, menor será el precio del bono.

- ▶ El comúnmente citado **rendimiento al vencimiento** es la tasa de descuento, que cuando se utiliza para descontar todos los flujos de caja, hará que la suma de los valores presentes sea igual al precio del bono. Supone que el bono se conserva hasta el vencimiento (lo cual puede no ser cierto en el caso de un bono con opción de compra (“Call”) y que el interés del cupón se reinvierte a ese rendimiento.



- ▶ Conceptualmente, un aumento en las tasas de mercado disminuye el valor de un bono con tasa de interés fija porque si el mercado percibe que el rendimiento del bono es bajo con respecto a las expectativas del mercado, el precio del bono caerá para alinear el rendimiento con las tasas de interés prevalecientes. A la inversa, cuando las tasas del mercado caen, aumentará el precio de un bono con tasa de interés fija. En pocas palabras, los bonos tienen un riesgo inherente debido a su exposición de mercado; las tasas de intereses futuras no se conocen con certidumbre y el valor de los bonos puede aumentar o caer, en consecuencia.





## Apéndice 4: capital accionario, acciones ordinarias y preferentes

# Características detalladas de las acciones ordinarias y preferentes



## Acciones ordinarias

- ▶ La mayoría de las acciones que detenta el público
- ▶ Ofrecen derechos de votación en asuntos de política corporativa, como elecciones para la junta directiva o consejo de administración y decisiones de split de acciones<sup>1</sup>
- ▶ Otorgan a sus accionistas el derecho de participar en los dividendos, aunque esos dividendos puedan pagarse o no

## Acciones preferentes

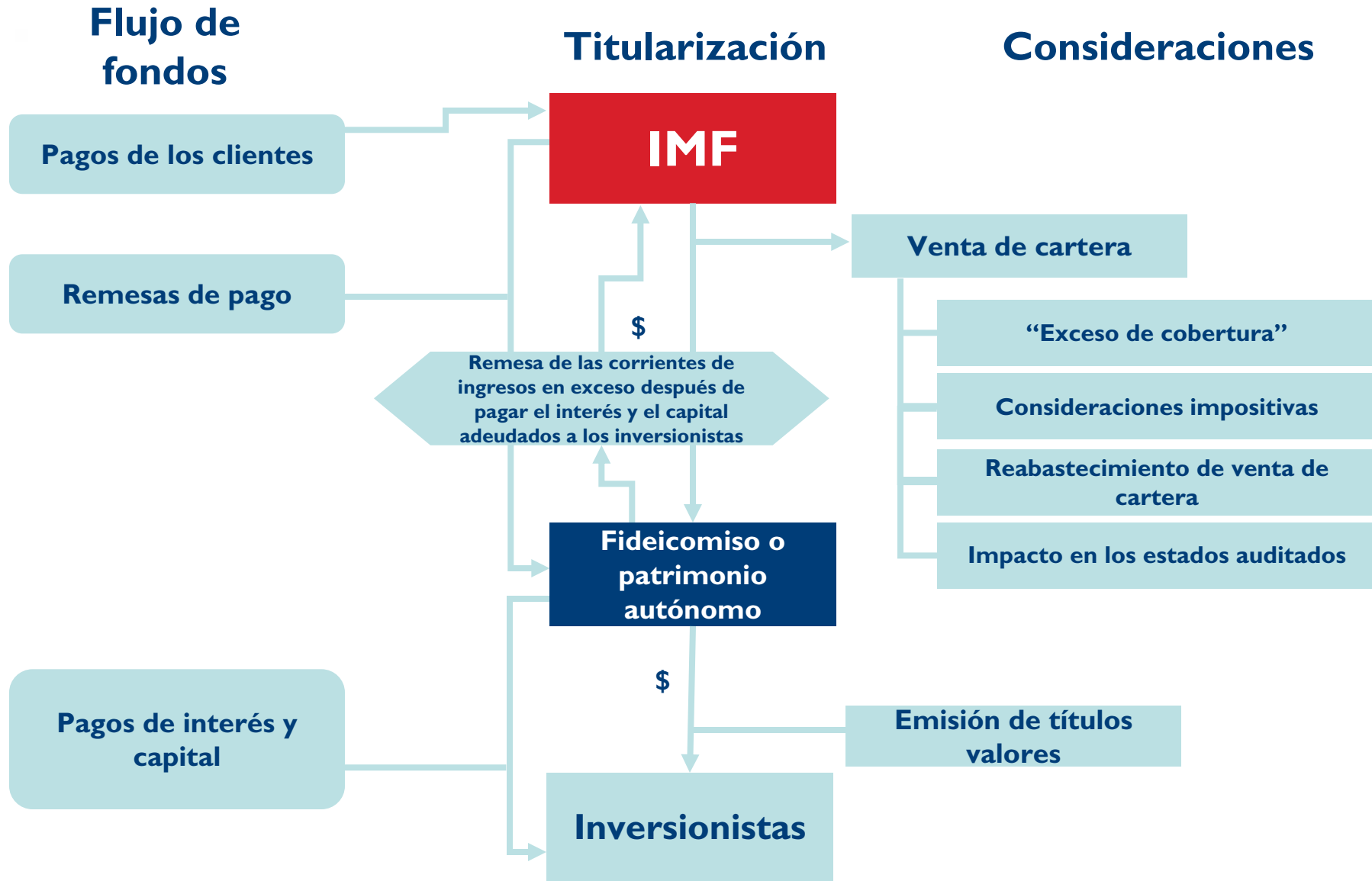
- ▶ Brindan a sus accionistas el derecho de una mayor prioridad en recibir los beneficios de la liquidación en caso de insolvencia o quiebra del emisor (accionistas senior a los ordinarios)
- ▶ Otorgan a sus accionistas un dividendo fijo que se paga a intervalos regulares
- ▶ En general son acumulativas, lo cual significa que se acumularán los dividendos no pagados
- ▶ Al otorgar dividendos, ofrecen a sus accionistas mayor prioridad que a los accionistas de acciones ordinarias
- ▶ Pueden ser participativas; los accionistas de acciones preferentes participativas tienen el derecho de recibir dividendos “participativos” además del monto fijo que reciben los accionistas preferentes no participativos. Este monto adicional es igual al dividendo de los accionistas ordinarios, el cual es en exceso del dividendo preferente regular, y es en función de las utilidades.
- ▶ Pueden tener opción de compra en el sentido de que el emisor tiene el derecho a redimir acciones a determinado precio y retirarlas

1. Aumento en el número de acciones en circulación de un emisor, sin variar el importe de su capital accionario.



# Apéndice 5: Titularizaciones

# ¿Cómo se visualiza una titularización?



## Etapas implicadas en el proceso de titularización

### Originación de los activos

- ▶ El primer paso en el proceso de titularización es la originación de los activos.
- ▶ Los activos se originan cuando una entidad realiza un préstamo, por ejemplo, una hipoteca residencial a un prestatario (ej: desarrollar una cartera de préstamos de MF).

### fideicomiso o patrimonio autónomo<sup>1</sup>

- ▶ El originador (IMF) seleccionará una cartera de activos para titularización.
- ▶ En general el originador establece un fideicomiso o patrimonio autónomo.
- ▶ El fideicomiso o patrimonio autónomo puede ser una sociedad anónima, fideicomiso comercial o asociación, según los factores y las prácticas locales
- ▶ A menudo el fideicomiso o patrimonio autónomo tomará la forma de un fideicomiso, dado que el establecimiento de un fideicomiso es un proceso relativamente sencillo.

### Venta de activos

- ▶ Los activos se venden al fideicomiso o patrimonio autónomo
- ▶ El originador debe garantizar la opinión legal de que la venta de los activos representa una “venta verdadera” y no en su sustancia meramente un financiamiento garantizado, de modo tal que los activos se trasladen desde el balance de la IMF al fideicomiso o patrimonio autónomo

### Mejoramiento del crédito

- ▶ Es posible que la cartera de activos deba estar respaldada por uno o más tipos de mecanismos de mejoramiento del crédito y/o apoyos de liquidez
- ▶ Esto permitirá que la IMF logre el perfil de riesgo de crédito deseado para los títulos de deuda que se emiten
- ▶ En la mayoría de las titularizaciones, en general se obtiene una calificación crediticia de una o más de las principales agencias calificadoras en el momento de la emisión

### Emisión de títulos valores

- ▶ La fideicomiso o patrimonio autónomo emite títulos valores comercializables para financiar la compra de los activos del originador
- ▶ El desempeño de los títulos valores está directamente vinculado con el desempeño de los activos



# Apéndice 6: Obligaciones garantizadas con activos de deuda y obligaciones garantizadas con préstamos

# Obligaciones garantizadas con activos de deuda o préstamos (o “CDO” y “CLO”)



## Descripción general de las CDO y CLO

- ▶ La tecnología de CDO se ha aplicado a una amplia gama de activos, de los cuales una gran porción son préstamos bancarios. Las CDO garantizadas por fondos de préstamos bancarios se conocen como obligaciones garantizadas con préstamos (o CLO). En las estructuras de CLO, los flujos de fondos provenientes de carteras de préstamos (activos) se utilizan para reembolsar a los inversionistas los tramos de CLO (pasivos).
- ▶ La primera CLO se emitió en 1990, y esta clase de activo ha ganado popularidad en los últimos 10 años, creciendo a un volumen de emisión de aproximadamente USD 210 mil millones en 2005.<sup>1</sup> La clase de activos continúa creciendo, y el volumen global de emisión de CLO y CDO estructuradas aumentaron un 70% de 2004 a 2005.

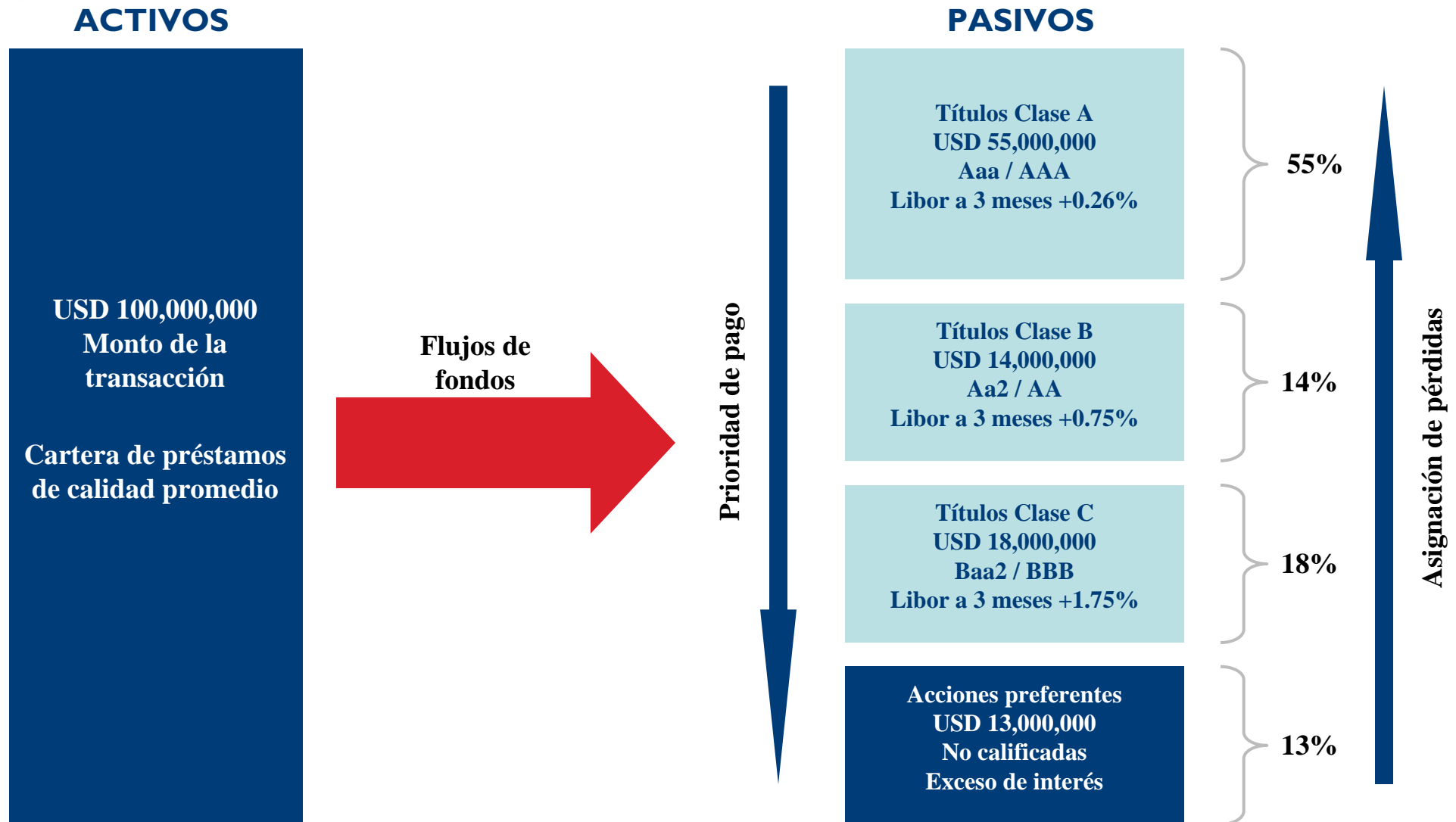
## Ventajas de las CLO como fuente de financiamiento para las IMF<sup>2</sup>

- ▶ **Aumentan la cantidad de IMF que acceden a los mercados de capital para obtener fondos.** Es posible que los inversionistas estén más proclives a invertir en un portafolio diversificado de préstamos para IMF que en una emisión de deuda por parte de una única IMF, y esto haría que el tamaño mínimo de emisión fuera más viable para las IMF puesto que el monto de la emisión total se distribuye entre las IMF participantes
- ▶ **Reducen los costos de emisión de las IMF** porque tales costos pueden distribuirse entre una cantidad de IMF que participan en una CLO
- ▶ Permiten que las IMF titulicen una gran porción de sus carteras de préstamos a inversionistas que no participan directamente en los mercados de préstamos primarios debido a restricciones contractuales o barreras de mercado para el ingreso
- ▶ **Ayudan a mejorar la liquidez** mediante CLO o titularización en la que los préstamos bancarios sin liquidez se convierten en instrumentos comercializables de mercado de capital. Proporcionan nuevo financiamiento a las IMF y liquidez para realizar nuevos micropréstamos
- ▶ **Ofrecen a los inversionistas acceso a un portafolio de riesgos de crédito** mediante una única inversión. Al crear una estructura de tramos senior o subordinados con diferentes grados de riesgo y retorno, las CLO permiten a los participantes construir inversiones personalizadas que cumplen con diferentes objetivos de acuerdo con cuánto riesgo estén dispuestos a asumir

1. Fuente: Lehman Brothers

2. Las desventajas de las CDO y CLO como fuentes de financiamiento incluyen el predominio de cláusulas de obligaciones de hacer y no hacer, o restricciones sobre los prestatarios.

# Estructura típica de una CLO

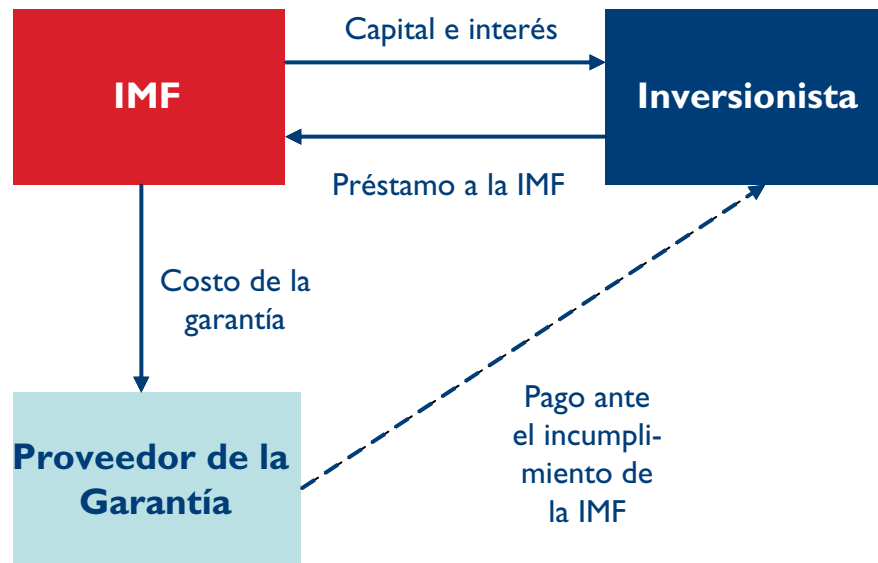






# Apéndice 7: Instrumentos para el mejoramiento del crédito

## Las garantías financieras se utilizan para asegurar el pago puntual



### Beneficios:

- ▶ Las garantías pueden crear un número de beneficios, como costos de préstamo más bajos y mayor acceso a los inversionistas.
- ▶ Al atraer a un espectro más amplio de inversionistas, se puede aumentar la comerciabilidad de las emisiones para entidades grandes y bien conocidas, así como también para emisores más pequeños y menos frecuentes.
- ▶ A menudo los inversionistas se basan en las calificaciones de crédito del garante dentro de su análisis de riesgos.

### Definición:

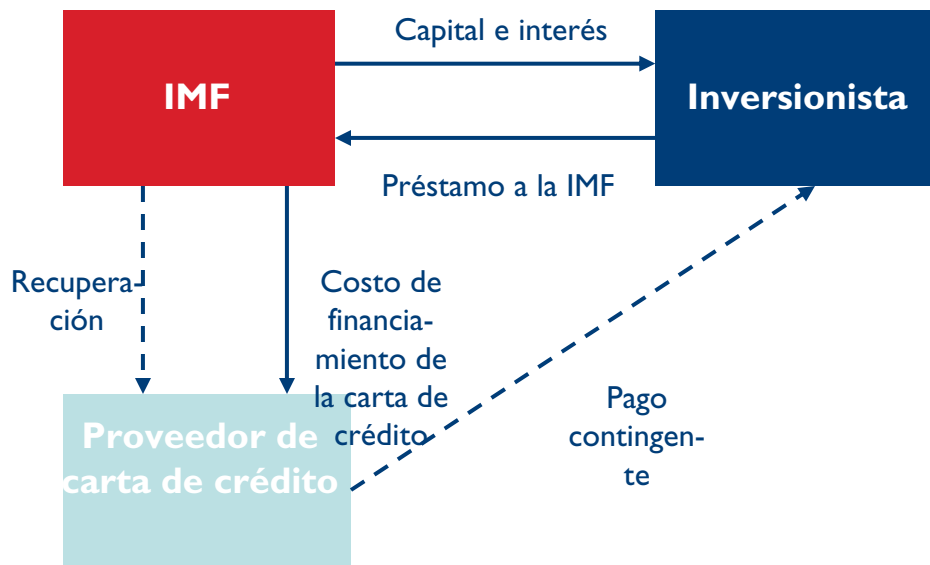
- ▶ Una garantía asegura que el interés y el capital del instrumento financiero en cuestión se pagarán a tiempo y en su totalidad.
  - El proveedor de la garantía acepta la responsabilidad por la obligación si la entidad (la IMF) que tiene la responsabilidad principal por la obligación no cumple con ella.
- ▶ Se han otorgado garantías sobre: préstamos, bonos, financiamientos de proyectos e infraestructura; emisiones del gobierno local; titularizaciones de activos; transacciones financieras estructuradas y deuda soberana y cuasi soberana
- ▶ Los otorgantes de garantías han sido agencias gubernamentales, instituciones de desarrollo financiero, bancos y compañías de seguro.

### Características:

- ▶ Las garantías financieras se han hecho populares en los mercados caracterizados por bajas probabilidades de incumplimiento y altas posibilidades de recuperación sustancial en los casos, poco comunes, en los que hay incumplimiento.
- ▶ Históricamente, la atención se ha centrado en garantizar bonos municipales (en los EE.UU.), títulos con garantía de activos e instrumentos financieros estructurados, pero actualmente se están considerando también las oportunidades en los mercados emergentes.
- ▶ En general, cubren el monto del capital de la deuda emitida (con la posibilidad de estructurar garantía para cubrir también el interés)
- ▶ Entre los ejemplos de garantes financieros en los EE.UU., se incluyen instituciones financieras con una calificación alta, tales como grandes compañías de seguros, instituciones financieras globales (Citigroup, JP Morgan), o agencias gubernamentales (ej. Small Business Administration). Para las IMF, las garantías financieras pueden provenir de instituciones de desarrollo con una alta calificación, tales como la Corporación Financiera Internacional (IFC), el Banco Interamericano de Desarrollo y la USAID.

# Cartas de crédito standby

## Las cartas de crédito standby pueden usarse para aumentar la liquidez del financiamiento



### Beneficios:

- ▶ La carta de crédito standby suele utilizarse para garantizar el cumplimiento o fortalecer la solvencia de un prestatario
- ▶ Al reducir el riesgo de crédito los prestatarios también pueden reunir fondos fuera de su típica base de inversionistas

### Definición:

- ▶ Una **carta de crédito** es un acuerdo emitido por una institución financiera (en general un banco) en el que se establece que un prestatario (la IMF) ha establecido una línea de crédito a favor del prestamista (el Inversionista) y confirma que el pago se realizará de acuerdo con las disposiciones de la carta de crédito.
- ▶ Una **carta de crédito standby** es una carta de crédito pensada para usarse únicamente cuando el solicitante incumple con el pago.
  - La carta de crédito standby le garantiza al prestamista que se cumplirá con la obligación del prestatario.
  - En general, la carta de crédito standby es emitida por un banco con una calificación alta y, en esencia, ayuda a reemplazar el riesgo del prestatario por el del banco; proporcionando más protección a los inversionistas

### Características:

- ▶ Cuando se requiere un pago contingente:
  - El prestamista es capaz de disponer el pago de la carta de crédito presentando pruebas de que el prestatario no ha cumplido con su obligación.
  - El banco está obligado a realizar el pago si los documentos presentados cumplen con los términos de la carta de crédito.



# Apéndice 8: Otros instrumentos del mercado de capital

# 1. Bonos de alto rendimiento

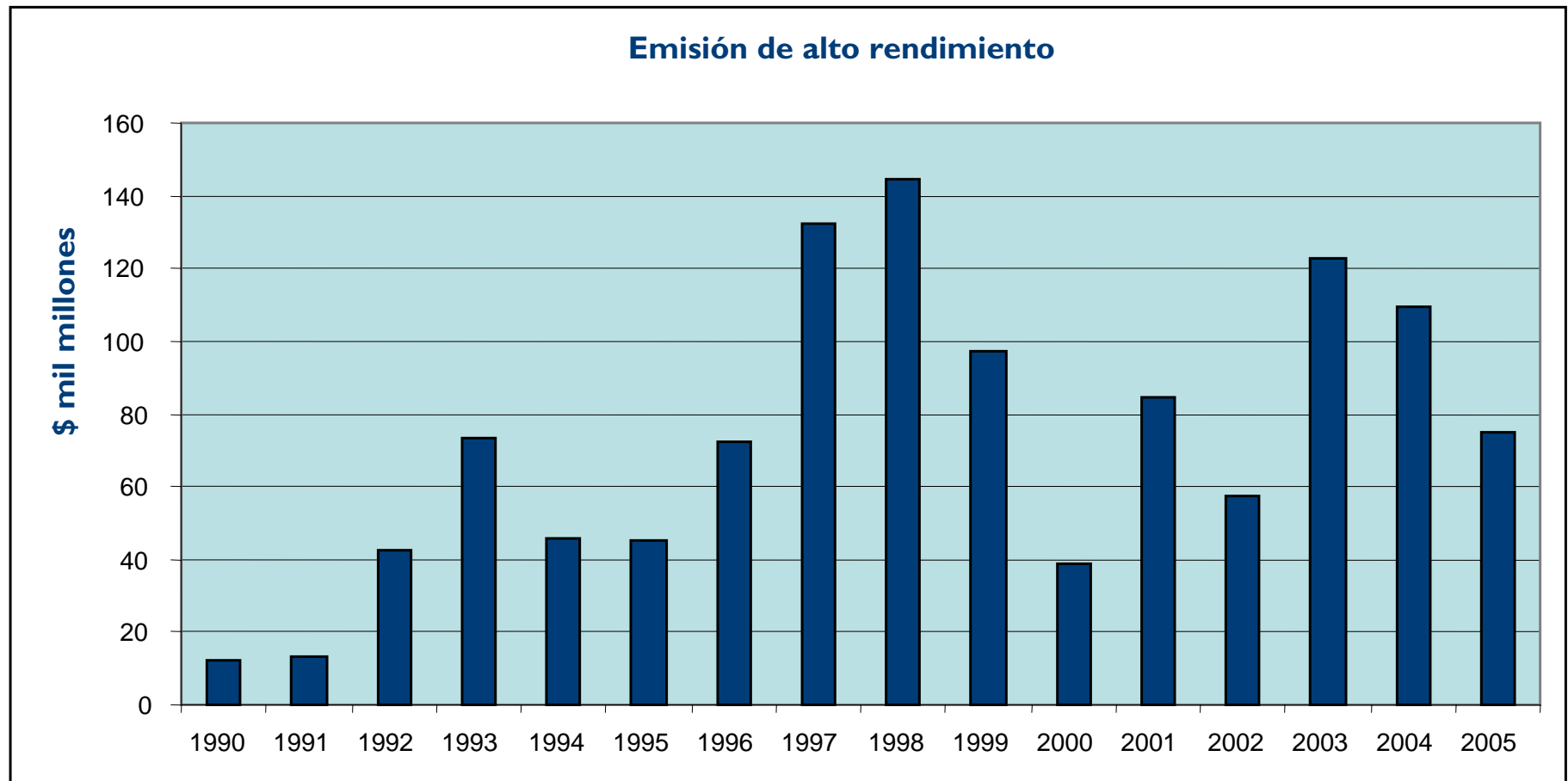
## Los bonos de alto rendimiento son emitidos por compañías que están por debajo del grado de inversión

- ▶ Las agencias calificadoras de valores asignan calificaciones de acuerdo con sus opiniones con respecto a la capacidad del emisor de pagar los intereses y el capital.
  - Los emisores con un mayor riesgo de incumplimiento (no pagar el interés o el capital según se acordó) se califican por debajo del grado de inversión
  - Las calificaciones de Ba1/BB+ (de Moody's/S&P) e inferiores se consideran por debajo del grado de inversión<sup>1</sup>
  - Estos emisores deben pagar un tasa de interés más alta para atraer a los inversionistas y compensarlos por el mayor riesgo asociado con la inversión en bonos de calidad crediticia menor
  - Tanto estos emisores como los bonos emitidos reciben la clasificación de “alto rendimiento”
- ▶ Las organizaciones que emiten deuda de alto rendimiento incluyen muchos tipos diferentes de corporaciones estadounidenses y no estadounidenses y múltiples gobiernos.
  - Las compañías acceden al mercado del alto rendimiento por muchos motivos, incluidos los siguientes:
    - Compañías emergentes que no tienen la historia de operaciones, el volumen ni la fortaleza requeridos para recibir una calificación de grado de inversión
    - Compañías que adquieren a una sociedad anónima pública de sus accionistas, a menudo para el beneficio de un grupo de inversión privada
    - Algunos gobiernos utilizan bonos de alto rendimiento para atraer capital dado que tienen algunos riesgos únicos (tales como riesgo cambiario y riesgo político).
    - Compañías que no pueden financiarse completamente mediante utilidades o préstamos bancarios
- ▶ Entre los factores que afectan a los emisores están los siguientes:
  - Riesgo económico: En las recesiones, en general los bonos de alto rendimiento pierden más valor del capital que los bonos de grado de inversión. Si los inversionistas se ponen ansiosos es posible que sólo deseen comprar o retener deuda de alta calidad, como bonos del tesoro de los EE.UU. (un fenómeno conocido como “fuga hacia la calidad”)
  - Riesgos de la industria y de las compañías: Los factores que pueden afectar la capacidad de una compañía de reembolsar sus obligaciones de deuda puntualmente pueden incluir cambios en la gerencia, costos en ascenso, reglamentaciones y nueva competencia. Determinados eventos pueden afectar adversamente a las compañías en toda una industria
- ▶ Una variedad de inversionistas participan en el mercado de los bonos de alto rendimiento, incluyendo individuos (ya sea mediante propiedad directa y/o fondos mutuos); instituciones tales como compañías de seguros o fondos de retiro, y los inversionistas interesados en las titularizaciones pueden utilizar los bonos de alto rendimiento como el activo subyacente (CBO)

1. Consulte la sección de las agencias calificadoras de valores para obtener más información sobre las clasificaciones de calificación.

# Bonos de alto rendimiento

Los bonos de alto rendimiento son emitidos por compañías que están por debajo del grado de inversión



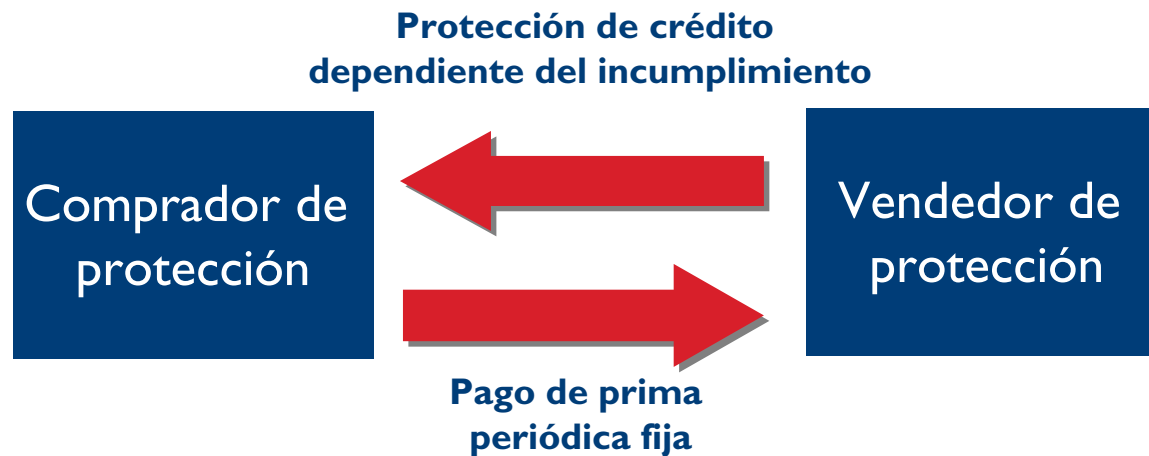
Fuente: Sitio Web de la Bond Markets Association (Asociación de Mercados de Bonos) y Thomson Financial Securities Data.

# 2. Swaps de riesgo crediticio

## Los swaps de riesgo crediticio se usan para comprar protección contra el riesgo de incumplimiento de pago

- ▶ Un swap de riesgo crediticio (o Credit Default Swap, CDS) es un swap ideado para transferir, entre las diferentes partes, la exposición de crédito de deuda de renta fija. El comprador de un swap crediticio recibe protección de crédito, mientras que el vendedor del swap garantiza la solvencia crediticia de la deuda. De esta forma, el riesgo de incumplimiento se transfiere del tenedor del título de renta fija al vendedor del swap.
  - Los swaps de riesgo crediticio funcionan mediante “exposiciones sintéticas” a los créditos denominadas entidades de referencia. Los swaps de riesgo crediticio transfieren el riesgo crediticio sin requerir el intercambio de los bonos, préstamos u obligaciones subyacentes.
  - Los CDS son los derivados crediticios más ampliamente utilizados. En un CDS, el comprador de protección paga un cargo periódico al vendedor de protección a cambio de un pago contingente del vendedor en caso de que ocurra un evento de crédito (como un determinado incumplimiento) de la entidad de referencia
  - A menudo, un CDS se utiliza como póliza de seguro, o cobertura, para el tenedor de un bono o préstamo corporativo. El plazo típico de un contrato de CDS es de cinco años, si bien también son comunes los plazos de hasta diez años.
- ▶ Los swaps de riesgo crediticio se usan comúnmente para crear la exposición deseada, o cubrir el riesgo sin transferir la propiedad legal.
  - Los bancos han utilizado CDS para vender o reducir el riesgo crediticio en sus carteras de préstamos y bonos
- ▶ Inicialmente, los swaps de riesgo crediticio se comercializaron a comienzos de la década de los años 90 cuando los bancos comerciales globales buscaban cubrir su exposición a los créditos corporativos. Desde ese momento, los mercados han evolucionado y esta clase de swaps representan la forma principal de comercializar créditos en los Estados Unidos y Europa. En contraste, los volúmenes aún están creciendo en los mercados emergentes.
- ▶ Los swaps de riesgo crediticio varían según los siguientes factores:
  - Plazo o vencimiento
  - Forma de pago de los cargos (inicial o periódica)
  - La naturaleza de los eventos de crédito, la cual incluye eventos como quiebra, omisión de pago, aceleración y reestructuración de la obligación

## Diagrama del swap de riesgo crediticio

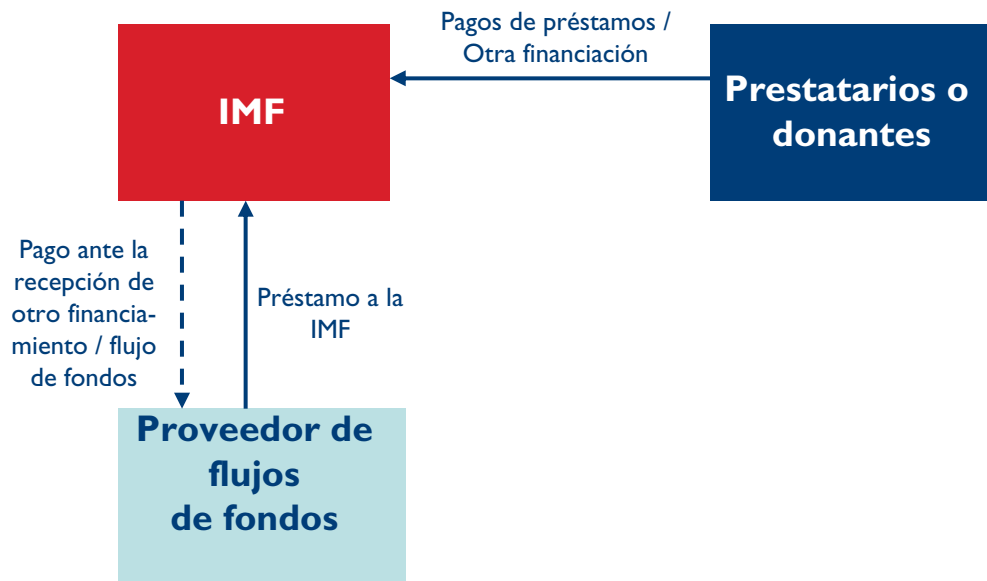


- ▶ La transacción termina según la circunstancia que se produzca primero de entre las siguientes: un “evento de crédito” (o incumplimiento sobre un activo subyacente) o vencimiento del contrato.
- ▶ Ante un evento de crédito, la liquidación se puede hacer mediante:
  - Liquidación física: El comprador entrega las obligaciones sobre las que se incumplió el pago, y el vendedor paga el valor nominal, o
  - Liquidación en efectivo: El comprador no entrega nada, pero el vendedor paga el monto equivalente al valor nominal menos la recuperación de la obligación.



# 3. Préstamo de flujos de fondos

Los préstamos de flujos de fondos son útiles en calidad de “puente” para el financiamiento mientras se espera la materialización del financiamiento comprometido



### Beneficios:

- ▶ Un préstamo de flujos de fondos puede permitirle a una organización lanzar nuevos programas, continuar con los servicios esperados, pagar los salarios del personal, comprar suministros y pagar facturas durante períodos de demora para obtener acceso a fuentes regulares de ingresos y financiamiento
- ▶ Un préstamo de flujos de fondos puede permitirle a la organización funcionar sin problemas y continuar las operaciones sin interrumpir los servicios

### ¿Qué es un préstamo de flujos de fondos?

- ▶ En el caso de las organizaciones que dependen de financiamiento de fuentes externas para prestar servicios vitales, es posible que con frecuencia se produzcan demoras importantes en tener acceso a los fondos
- ▶ En los general, los proveedores de préstamos de flujos de fondos son los bancos

### Características:

- ▶ Los préstamos de flujos de fondos tienen sentido para las organizaciones que tienen flujos de fondos previsibles y sostenibles
- ▶ El financiamiento de flujos de fondos puede complementar los procesos necesarios de la administración de flujos de fondos, como por ejemplo mejorar el ciclo de conversión de fondos de un negocio

# 4. Coberturas de riesgo cambiario

## Las coberturas cambiarias se usan para administrar la exposición de riesgo cambiario

### ¿Qué es una cobertura de riesgo cambiario?

- ▶ Una cobertura es una estrategia de protección que permite a un inversionista o prestatario salvaguardarse contra las fluctuaciones adversas en los precios de un activo o pasivo del balance tomando una posición opuesta con vencimiento en una fecha en el futuro. Al establecer esta posición, el inversionista también renuncia los beneficios de una fluctuación positiva en los precios del activo o pasivo
- ▶ Las modificaciones del escenario económico y político internacional pueden causar incertidumbre con respecto a la dirección de las tasas de cambio. Esta incertidumbre conlleva volatilidad y la necesidad de una forma eficaz para cubrir el riesgo cambiario, mientras que, al mismo tiempo, asegura de forma efectiva una posición financiera futura

### Riesgos de las divisas extranjeras:

- Exposición a las tasas de cambio
  - Debido al financiamiento extranjero o a las inversiones extranjeras
  - Como parte de la realización de negocios internacionales
- Exposición al riesgo por la tasa de interés
  - Debido a la diferencia en las tasas de interés entre las monedas de dos países en un contrato cambiario

### Instrumentos típicos para satisfacer las necesidades de cobertura mencionadas:

- ▶ Forward (Contrato a término): Un contrato por el cual se compra o vende una divisa extranjera a una tasa fija para entrega en una fecha o período futuros específicos
  - Los forwards o contratos de divisas extranjeras a término se usan como cobertura cambiaria cuando un inversionista tiene la obligación de realizar o aceptar un pago en moneda extranjera en algún momento en el futuro. Si la fecha del pago en moneda extranjera coincide con la última fecha de comercialización del forward o contrato de divisa extranjera a término, el inversionista en efecto ha "fijado" la tasa de cambio del pago

## Las coberturas cambiarias se usan para administrar la exposición de riesgo cambiario

### Instrumentos típicos para satisfacer las necesidades de cobertura mencionadas (continuación):

- ▶ Opciones de divisas extranjeras: Un contrato financiero de divisas extranjeras que otorga al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un monto específico de divisas extranjeras (el subyacente) a un precio específico (el precio de ejercicio de la opción) en una fecha o antes de una fecha específica (la fecha de vencimiento). El monto que el comprador de la opción paga al vendedor de la opción por los derechos del contrato de opción de divisas extranjeras se denomina la prima.
  - En general se utiliza en combinación con otros contratos de opciones de divisas extranjeras para crear estrategias de cobertura cambiaria más complejas
- ▶ Swaps de divisas extranjeras: Un contrato de divisas extranjeras por el cual el comprador y el vendedor intercambian los mismos montos iniciales del capital de dos divisas diferentes a la tasa spot. El comprador o vendedor intercambian pagos con tasa de interés fija o flotante en sus respectivas divisas intercambiadas durante el plazo de un contrato. Al vencimiento, el monto del capital se vuelve a intercambiar a una tasa de cambio predeterminada de manera que las partes terminan con sus divisas originales.
  - A menudo los swaps de divisas extranjeras se utilizan como instrumento de cobertura cambiaria ya que el comprador, al realizar un swap, puede esencialmente intercambiar una obligación de divisas extranjeras por una obligación en la moneda local

### Beneficios:

- ▶ Las IMF pueden enfrentar riesgos cambiarios importantes al acceder a los mercados de capital extranjeros. Las coberturas de divisas les permiten a las IMF administrar este riesgo.
- ▶ Si una IMF opera en un país en el que los mercados locales de capital no están lo suficientemente desarrollados, las coberturas de divisas podrían permitirle a la IMF acceder al capital en los mercados extranjeros a la vez que se protegen contra el riesgo cambiario.
- ▶ Aun cuando los mercados locales de capital estén bien desarrollados, las coberturas cambiarias posibilitarán que la IMF se diversifique y acceda a los mercados internacionales para sus necesidades financieras.



## Apéndice 9: Preguntas de evaluación para bancos de inversión o agente de bolsa como estructuradores/colocadores

# Posición de mercado, servicios y ventajas competitivas



## I. Posición de mercado

- ▶ ¿Cuál es su posición en las tablas de categorías (“league tables”, ranking entre sus competidores) en el mercado relevante en el país: bonos, papel comercial o titularización relevante <sup>(1)</sup> (año a la fecha) por:
  - Volumen de emisiones
  - Número de transacciones
  - De ser posible, la IMF debería llevar a cabo su propia investigación sobre este tema a partir de fuentes tales como la bolsa o el sitio web de la agencia supervisora de títulos valores
- ▶ ¿Quiénes son sus principales clientes para las emisiones (corporativos o públicos/estado), en términos de cantidad de transacciones completadas el año pasado?
- ▶ ¿Cuál es el perfil de su cliente típico?
  - ¿Son grandes compañías o empresas más pequeñas? (Considere muy de cerca a los bancos de inversión con un éxito comprobado a la hora de ayudar a los emisores más pequeños a llegar al mercado)
- ▶ ¿Cuál es su reputación o nicho dentro de esta opción particular de financiamiento?

## 2. Servicios y ventajas competitivas

- ▶ ¿Qué apoyo proporciona a la hora de ayudar a quienes realizan su primera emisión a acceder al mercado de bonos?
- ▶ ¿Qué tan buena es su comprensión de la industria de microfinanzas?
- ▶ ¿Cuál es su capacidad de distribución, es decir, su capacidad para colocar nuestros títulos valores?
- ▶ ¿Con qué base de inversionistas tiene usted la mejor relación para vender los títulos valores?
- ▶ ¿Vende usted la mayor parte de sus títulos valores a terceros o a afiliadas institucionales de su institución financiera (compañías de seguros, administradores de activos, clientes privados)?
- ▶ ¿Posee una masa crítica de clientes socialmente responsables?
- ▶ Si realizáramos una transacción estructurada con usted, ¿quién compraría la porción de acciones?
- ▶ ¿Sería capaz de ayudarnos a trabajar con una agencia calificadora de valores? De ser así, ¿qué conllevaría eso?
- ▶ ¿Nuestra transacción sería una colocación privada o habría alguna forma de que fuéramos capaces de acceder a una base más amplia de inversionistas?

I. En este apéndice, nos referimos a la calificación para las transacciones de bonos, si bien estas preguntas también serían pertinentes para otros instrumentos de los mercados de capital.

## 3. Precio

- ▶ ¿Cuáles son los costos y cargos principales de llevar una transacción al mercado? Sírvase proporcionar una lista detallada de categorías y cálculos de costos.
- ▶ Las categorías deben incluir los intereses, los cargos legales, de calificación, marketing y transacción, incluso los cargos de estructuración, colocación, mejoramiento del crédito y otros cargos del mercado de capital.
- ▶ ¿Cuál es la estructura de cargos, incluido el plazo de pago? ¿Qué estamos obligados a pagar si la transacción falla?
- ▶ ¿De qué forma varían las tasas de interés con la clasificación, plazos y garantías o mejoramientos del crédito?

## 4. Perspectivas de mercado

- ▶ ¿Quiénes son los principales inversionistas en el título valor que se está considerando? ¿Inversionistas institucionales (fondos de retiro, compañías de seguro y otros), inversionistas privados, o ambos?
- ▶ Interés de los inversionistas: ¿en qué tipo de estructuras de títulos están más interesados los inversionistas?
  - Calificaciones: ¿la mayoría requiere o prefiere las transacciones calificadas? ¿Calificadoras específicas?
  - Plazo
  - Tamaño (¿monto de bonos mínimo necesario para llegar al mercado?)
  - ¿Tasa de interés flotante o tasa de interés fija?
- ▶ Liquidez (relativa al tamaño; ¿los inversionistas requieren un mercado secundario para los bonos?)
- ▶ Garantía (¿la mayor parte de los bonos no están garantizados? En caso contrario, ¿tipo de garantía generalmente requerida?)
- ▶ Obligaciones de hacer y no hacer: ¿Los inversionistas requieren cumplimiento con los ratios financieros (apalancamiento máximo, liquidez mínima)? ¿Necesitaríamos un fiduciario o figura de fideicomiso?
- ▶ ¿Qué tan abiertos estarían los inversionistas a términos que permitan el pago anticipado o el refinanciamiento de deuda (bono con opción de compra —“put”— o redimible anticipadamente)?
- ▶ ¿Cuál es la mejor época del año para emitir bonos (cuándo son más líquidos los mercados?)
- ▶ ¿Qué transacciones recientes ha hecho que sean comparables o que puedan ser un punto de referencia?

# Consideraciones estructurales: Proceso reglamentario, legal



## 5. Consideraciones estructurales

- ▶ ¿Cuál sería la mejor manera de estructurar la emisión y por qué?
- ▶ ¿Quiénes prevé usted que serán los compradores más importantes de nuestros títulos valores?
- ▶ ¿Su banco tomaría una posición principal en nuestros títulos valores?
- ▶ ¿Cree que necesitaríamos o deberíamos ser calificados? ¿Por qué sí o por qué no?
- ▶ ¿Qué otros instrumentos del mercado de capital u opciones de financiamiento nos recomendaría y por qué?
- ▶ ¿Cree que podríamos hacer una emisión de deuda sin garantía? En caso negativo, ¿qué tipo de mejoramiento del crédito podría requerirse?

## 6. Requisitos reglamentarios o legales

- ▶ ¿Cuáles son los requisitos clave para un emisor que desea acceder a los mercados de capital en nuestro país?
- ▶ ¿Existen restricciones en la estructura legal del emisor?
- ▶ Restricciones específicas relacionadas con las instituciones financieras (¿deben ser reguladas? ¿ONG?)
- ▶ ¿Existen certificaciones o estructuras que deberíamos implementar antes de considerar una emisión de bonos?
- ▶ ¿Existen requisitos de gobierno corporativo con los que debemos cumplir?
- ▶ En el caso de las colocaciones de acciones, ¿existen cambios o adiciones que se requerirían en nuestro equipo gerencial antes de una transacción?

## 7. Proceso

- ▶ ¿Cuánto tiempo pasaría desde la selección del estructurador y colocador y el comienzo de la estructuración hasta el cierre de la transacción?
- ▶ Sírvase describir los pasos principales implicados desde el comienzo hasta el final del proceso y proporcione un calendario indicativo.
- ▶ ¿Quiénes deben ser los contactos principales en su banco y en nuestra organización y cuál es el compromiso de tiempo estimado que se requiere de nuestros contactos principales?
- ▶ ¿Cuáles son los principales documentos que su banco necesita para llevar a cabo su debida diligencia y revisión?

## 8. Capacidades cambiarias

- ▶ ¿Serían capaces de ofrecernos préstamos en la moneda nacional?
- ▶ ¿Poseen capacidades internas para cobertura cambiaria?
- ▶ ¿Tiene experiencia y relaciones en los mercados en los cuales operamos? En caso afirmativo, sírvase describirlos.



# Descargo de responsabilidad



Este documento fue elaborado únicamente con fines informativos y no debe considerarse una oferta de venta ni una solicitud de una oferta para comprar los productos que se mencionan en el mismo. Esta información se ha obtenido de diversas fuentes y no afirmamos que sea completa ni precisa; por lo tanto, tampoco debe confiarse en que lo sea. Las inversiones en derivados requieren que los inversionistas evalúen varias características y factores de riesgo, que posiblemente no estén presentes en otras clases de inversiones. Usted debería considerar el perfil específico de retorno y riesgo de una inversión específica en derivados antes de efectuar, o de acordar efectuar, una transacción. En el proceso de determinar lo apropiado de una transacción propuesta, los clientes deben realizar una minuciosa revisión independiente de las consecuencias legales, reglamentarias, crediticias, impositivas, contables y económicas de tal transacción en relación con sus circunstancias particulares. Lehman Brothers Inc. actúa como agente de Lehman Brothers Special Financing.

Lehman Brothers Inc. y/o sus compañías afiliadas podrán crear un mercado u operar en calidad de mandantes con respecto a los títulos valores mencionados en este documento o en opciones de otros derivados basados en los mismos. Además, Lehman Brothers Inc., sus compañías afiliadas, accionistas, directores, funcionarios y/o empleados, podrán, periódicamente, adoptar posiciones largas o cortas en tales títulos valores o en opciones, futuros u otros instrumentos derivados basados en los mismos. Uno o más directores, funcionarios y/o empleados de Lehman Brothers Inc. o de sus compañías afiliadas podrán desempeñarse en calidad de director del emisor de los títulos valores mencionados en este documento. Es posible que Lehman Brothers Inc. o sus compañías afiliadas hayan colocado o co-colocado una oferta pública de títulos valores para cualquiera de los emisores mencionados en este documento dentro de los últimos tres años. © 2006 Lehman Brothers Inc. Todos los derechos reservados. Miembro de la SIPC.