

# Consideraciones Iniciales Sobre los Procesos de Emisión de Deuda en el Mercado de Capitales Internacional

Rafael Lengua Peña\*

## Resumen:

El presente artículo plantea los aspectos claves a considerar en un proceso de emisión de deuda en el mercado de capitales internacional, a propósito de la creciente necesidad de diversas empresas peruanas de diversificar sus fuentes de financiamiento y ampliar su base de inversionistas. En primer lugar, el autor describe el rol de los principales participantes en este tipo de procesos, entre los que destacan los bancos de inversión, los auditores y las clasificadoras de riesgo. A continuación, aborda la definición de *due diligence* en el contexto de emisiones de valores, su importancia y las etapas de las que está compuesto. Luego, desarrolla el contenido más relevante del documento informativo, el proceso de liquidación y compensación de valores y, finalmente, el mecanismo para la fijación del precio de los bonos.

## Palabras clave:

Modelo americano - *Underwriters* - Oferta pública - Oferta privada - Emisiones de deuda - Inversionistas - Estándar de responsabilidad - Estándar de revelación de información

## Sumario:

1. Introducción
2. Principales participantes en un proceso de emisión de valores en el mercado internacional
3. *Due diligence*
  - 3.1 Función del *due diligence*
  - 3.2 Cartas 10b-5
  - 3.3 *Due diligence* contable
  - 3.4 Back-up
  - 3.5 Conferencias telefónicas y *due diligence* complementario
4. Elaboración del documento informativo y presentación de información financiera
  - 4.1 Documento informativo
5. Representación de valores: liquidación y compensación
6. Fijación del precio de los bonos

---

\* Abogado por la Universidad de Lima LL.M. (James Kent Scholar) por Columbia Law School. Asociado de Miranda y Amado Abogados, con amplia experiencia como asesor local e internacional en transacciones corporativas, financieras y de mercado de capitales, principalmente en emisiones de valores en el mercado de capitales internacional, financiamientos internacionales, adquisiciones, inversiones minoritarias y joint ventures.

## 1. Introducción

Durante los últimos años, diversas empresas peruanas en los sectores financiero, minero, agro-industrial, pesquero, *retail*, entre otros, han optado por emitir deuda en el mercado de capitales internacional para financiar sus proyectos, inversiones y/o adquisiciones, refinanciar sus deudas y/o financiar sus operaciones en general. Sólo durante el 2012 y 2013 se llevaron a cabo 38 emisiones internacionales de deuda por empresas peruanas, cifra considerablemente superior a la registrada durante los años anteriores.

Estas emisiones normalmente han estado sustentadas en la necesidad de las empresas peruanas de diversificar sus fuentes de financiamiento y ampliar su base de inversionistas, la posibilidad de acceder a mejores términos en el mercado de capitales internacional relativos al mercado peruano (en términos de *duration*, tasa y *covenants*), la falta de madurez del mercado de capitales local y las limitaciones en la disponibilidad de grandes cantidades de capital en el mercado de capitales peruano.

Las emisiones de deuda en el mercado de capitales internacional realizadas por empresas peruanas han seguido el “modelo americano”. Este modelo ha sido diseñado pensando en las leyes del Mercado de Valores estadounidenses que rigen la responsabilidad de los emisores y *underwriters* por fraude o deficiencias en la información revelada en los documentos informativos (denominados “*prospectus*”, para emisiones registradas, y “*offering circular*” u “*offering memorandum*”, para emisiones privadas). El estándar de responsabilidad en los Estados Unidos de América por deficiencias en la revelación de información se basa en el principio que los inversionistas dependen no sólo de sus propios recursos para evaluar una inversión, sino también en la habilidad y recursos de los *underwriters* a quienes, como intermediarios sofisticados, se les impone el deber de realizar una investigación razonable sobre el emisor y los riesgos inherentes a la emisión para constatar que la información revelada a los inversionistas sea veraz y completa.

Hay dos estructuras predominantes en el “modelo americano”: (i) oferta pública registrada ante la *Securities and Exchange Commission* de los Estados Unidos (SEC), y (ii) oferta privada en los Estados Unidos bajo la Regla 144A combinada con una oferta fuera de los Estados Unidos bajo la Regulación S. Hasta la fecha, todas las emisiones de deuda efectuadas por empresas peruanas han sido realizadas bajo la modalidad de oferta privada.

En este artículo describiremos brevemente los aspectos que consideramos clave en todo proceso

de emisión de deuda en el mercado de capitales internacional, a saber (i) quiénes son los principales participantes en un proceso de emisión de deuda en el mercado de capitales internacional, (ii) qué es un *due diligence* y para qué se realiza en el contexto de este tipo de emisiones y cuáles son los aspectos prácticos que tienden a resultar problemáticos; (iii) cuál es el contenido del documento informativo que se prepara para este tipo de procesos; (iv) como funciona la representación de los valores y el proceso de compensación y liquidación de los valores emitidos; y (v) como se fija el precio de los bonos emitidos en el mercado de capitales internacional.

## 2. Principales participantes en un proceso de emisión de valores en el mercado internacional

**Bancos de inversión.-** Las emisiones internacionales usualmente comienzan con la selección del banco o grupo de bancos de inversión que estarán encargados de estructurar la oferta y distribuir los valores entre los inversionistas. El proceso de selección de los bancos de inversión típicamente se realiza mediante el envío de invitaciones denominadas “*requests for proposals*” a distintos bancos de inversión para que presenten sus credenciales y realicen propuestas de estructura y precio para la emisión. Luego de seleccionado el banco o grupo de bancos que liderarán la emisión, así como definidos los términos generales de su encargo y sus *fees*, los bancos y el emisor normalmente negocian y suscriben una *engagement letter* en el cual se delimita por escrito el encargo de los bancos, se establece su retribución, se definen ciertos compromisos del emisor (p.ej. *no shop*, derechos de preferencia para ofrecer otros productos financieros, *clear market*, *tail*, etc.), se define la manera como se pagarán los gastos, se pactan indemnizaciones a favor de los bancos por reclamos de terceros derivados de la oferta, y se establecen otras condiciones generales bajo las cuales se desarrollará el proceso.

Siguiendo la práctica del mercado, los bancos de inversión en emisiones internacionales pueden tener tres roles:

- **Bookrunners:** Los *bookrunners* típicamente lideran el sindicato de *underwriters* y colaboran con el emisor en la estructuración la emisión, la redacción del documento informativo, la preparación de la presentación para el roadshow y el proceso con las clasificadoras de riesgo. Asimismo, lideran el *due diligence* financiero y de negocios del emisor y se encargan de proponer y negociar los términos de los valores. Finalmente, tienen a su cargo la construcción del libro de demanda (*bookbuilding*) y asesoran al emisor con respecto al precio y oportunidad de la oferta.

- **Co-managers:** Generalmente no tienen un rol activo en la transacción y delegan a los *bookrunners* y abogados la realización del *due diligence* y preparación de documentación. Incluso, en algunas emisiones son incorporados luego del anuncio de la oferta.
- **Selling agents:** Son contratados por los *underwriters* para vender los valores y, por dicha labor, reciben una retribución denominada "*selling concession*" directamente del *underwriter* que los contrató por los valores que efectivamente han vendido.

**Asesores legales.-** El rol de los asesores legales, tanto internacionales como locales, es sumamente importante en cualquier proceso de emisión de valores en el mercado internacional. Su trascendencia resulta aún mayor para el emisor porque, además de darle asesoría legal, estratégica y transaccional, lo guían con respecto al proceso y sus complejidades y nutren con su experiencia en transacciones similares y conocimiento del mercado.

Los abogados internacionales típicamente asisten al emisor en el planeamiento de la oferta y coordinación proceso con las distintas partes involucradas (emisor, bancos de inversión, asesores legales, auditores), brindan asesoría sobre legislación del Mercado de Valores estadounidense aplicable a la oferta, identifican los principales aspectos legales y contables aplicables al emisor y la oferta, realizan un *due diligence*, redactan el *offering memorandum* conjuntamente con el emisor y las demás partes involucradas en la oferta, asisten al emisor en la negociación del contrato de colocación (i.e., *purchase agreement*), términos de los valores en emisiones de deuda, y con el listado de los valores (de ser aplicable), emiten una opinión legal y carta 10b-5 a favor de los bancos de inversión que estructuran la oferta. Por su parte, los asesores locales brindan asesoría sobre legislación local aplicable a la oferta (particularmente tributaria y regulatoria), preparan toda la documentación corporativa para autorizar la emisión, realizan un *due diligence* sobre el emisor, colaboran con el emisor y los asesores internacionales en la redacción del *offering memorandum* (particularmente la descripción del marco regulatorio aplicable al emisor) y emiten una opinión legal y carta 10b-5 a favor de los *underwriters*.

**Auditores.-** La información financiera del emisor es uno de los componentes más importantes de cualquier documento informativo. La práctica de mercado es que tanto en emisiones privadas bajo la Regla 144A/Reg S como en emisiones públicas registradas ante la SEC se revele la misma información financiera, sujeto a ciertas excepciones. Toda la información financiera revelada en el

documento informativo debe ser verificada por los auditores y cubierta por su *comfort letter* antes que se pueda anunciar la oferta y distribuir el documento informativo a los auditores. Por esta razón, los auditores tienen un papel preponderante y es importante que se les involucre temprano en el proceso para que adviertan al grupo si el emisor está en posibilidades de proporcionar la información requerida e identificar cualquier deficiencia.

**Clasificadoras de riesgo.-** Las clasificadoras de riesgo cumplen un rol fundamental en los procesos de emisión de valores en el mercado de capitales internacional. La práctica de mercado exige utilizar dos clasificaciones de riesgo de alguna de las tres grandes clasificadoras de riesgo internacional (i.e., Moody's, Fitch Ratings o Standard & Poors), aunque usualmente se contrata a las tres clasificadoras para que efectúen clasificaciones confidenciales para tener la opción de revelar al mercado las dos mejores. En el caso de emisiones de deuda, las clasificaciones de riesgo sirven para definir si la emisión va a clasificar como "investment grade" o "high yield", aspecto que resulta central para la estructuración de los términos de los bonos, en particular los *covenants*, a los que estará sujeto el emisor durante la vida del bono. Serán clasificadas como "investment grade" aquellas emisiones que tengan una clasificación igual o superior a BBB- en el caso de Fitch y Standard & Poor y Baa3 en el caso de Moody's. Aquellas emisiones que tengan clasificaciones por debajo de esos umbrales serán clasificadas como "high yield" y estarán sujetas a un paquete de *covenants* bastante más extenso y restrictivo que las emisiones "investment grade".

Los procesos de clasificación varían en función de la industria a la que pertenece el emisor y el tipo de instrumento emitido y se ajustan a las metodologías de clasificación que cada clasificadora de riesgo tiene aprobada. En general, las clasificadoras evalúan los riesgos asociados al emisor y su industria, tales como el grado de apalancamiento, estabilidad financiera, predictibilidad de flujos, *management*, gobierno corporativo, acceso a fondeo, litigios y ambiente regulatorio, así como riesgos asociados a la estructura de los bonos (p.ej., subordinación legal o estructural, desviaciones del paquete de *covenants* al estándar de mercado).

### 3. Due diligence

El término "due diligence" en el contexto de emisiones de valores es un anglicismo que nació hace muchos años en los Estados Unidos de América para hacer referencia a las defensas que el derecho del Mercado de Valores estadounidense pone a disposición de ciertos participantes en una emisión que han realizado una "investigación

razonable” o actuado con “razonable cuidado” en el proceso.

Los aspectos que cubre un *due diligence* incluyen, entre otros, la investigación financiera, contable, de negocios y legal sobre el emisor, el alcance de las declaraciones y garantías del emisor en el contrato de colocación, la decisión de incluir o no información sobre la estrategia del emisor y sus planes futuros, la revelación de proyecciones de los resultados financieros del emisor, las declaraciones que pueden ser realizadas durante el *roadshow*, el contenido de las opiniones legales, cartas 10b-5 emitidas por los asesores legales y *comfort letters* emitidas por los auditores.

El estándar de *due diligence* en emisiones internacionales a ser efectuadas por empresas peruanas típicamente será similar al que se seguiría para una emisión “doméstica” efectuada por una empresa estadounidense y, salvo por algunos aspectos puntuales, no debería variar entre una emisión pública registrada ante el regulador del Mercado de Valores estadounidense (i.e., la *Securities and Exchange Commission* o SEC) y una emisión privada bajo la Regla 144A/Reg S.

### 3.1 Función del *due diligence*

En emisiones sujetas a las normas del Mercado de Valores estadounidense, el término “*due diligence*” hace referencia a una serie de procesos y procedimientos para:

- **Establecer una defensa ante demandas de responsabilidad para los underwriters y otros participantes en una emisión de valores.** La responsabilidad en emisiones de valores sujetas a las normas de Mercado de Valores estadounidense está regulada, fundamentalmente, en los siguientes dispositivos: (i) la Sección 11 de la *Securities Act* la cual faculta a los inversionistas a demandar al emisor, CEO y CFO, directores, expertos que han consentido su nombramiento en el *registration statement*, controladores y *underwriters* por daños si el *registration statement* incluye alguna declaración falsa sobre un hecho material u omite revelar un hecho material; (ii) la Sección 12(a)(2) de *Securities Act* la cual faculta a los inversionistas a solicitar a los *underwriters* (en su calidad de distribuidores) la resolución de la venta y la devolución del precio de compra (menos los beneficios recibidos) si el prospecto o cualquier comunicación oral incluye alguna

declaración falsa sobre un hecho material u omite revelar un hecho material; y (iii) la regla 10b-5 bajo la *Securities Exchange Act* la cual faculta al comprador de valores a demandar al vendedor por daños si el vendedor hizo alguna declaración falsa sobre un hecho material u omitió revelar un hecho material. La responsabilidad bajo la regla 10b-5 se mide bajo un estándar más alto que las dos anteriores toda vez que exige que haya “*scienter*”, esto es “*fraudulent intent*” (intención de engañar) o “*recklessness*” (desviación extrema del deber de cuidado ordinario que hace suponer que se conocía el error u omisión o se debía conocer por ser tan obvio).

Cabe precisar que en el caso *Gustafson v. Alloyd Co.* la Corte Suprema de los Estados Unidos de América indicó que la Sección 12(a)(2) de la *Securities Act* no aplica para ofertas privadas de valores porque en dichas transacciones no se elabora un “prospecto” conforme dicho término es definido en la regulación del Mercado de Valores estadounidense. Sin embargo, *Gustafson* no ha tenido impacto significativo en las prácticas de *due diligence* en emisiones privadas y tanto emisores con *underwriters* han mantenido el mismo estándar aplicable a emisiones públicas sujetas a la Sección 12(a)(2). Esto se explica en el riesgo reputacional para los *underwriters* y el emisor derivado de deficiencias en la revelación de información y, evidentemente, el riesgo legal por la posibilidad que los *underwriters* sean responsables bajo la Regla 10b-5.

Salvo para el emisor, tanto la Sección 11 como la Sección 12(2) de la *Securities Act* permiten a los participantes en la oferta que han efectuado un *due diligence*, defenderse de las demandas formuladas por inversionistas. La defensa basada en un adecuado *due diligence* se diferencia si la información contenida en el prospecto es preparada por expertos (“*expertized information*”) o no. Para la información que no es preparada por expertos (p.ej. estados financieros auditados o informes sobre reservas de minerales o petróleo), los demandados deben probar que, luego de una investigación razonable, tenían fundamentos razonables para creer que la información incluida en el *registration statement* no incluía alguna declaración falsa sobre un hecho material<sup>1</sup> u omitía revelar un hecho material. Con respecto a información validada por expertos, el estándar para eximirse de responsabilidad es más bajo

<sup>1</sup> “Material” en este contexto significa aquella información que, muy probablemente, un inversionista considere importante para tomar su decisión de inversión. El caso más relevante en torno a la definición de materialidad es *TSC Industries, Inc v. Northway, Inc.*, que definió un hecho “material” como aquel con respecto al cual hay una probabilidad sustancial que un inversionista razonable pueda considerar como importante para tomar su decisión de inversión porque podría alterar significativamente el “total mix” de información disponible.

ya que los demandados sólo deben probar que no tenían fundamentos para creer (y, en efecto, no creían) que la información validada por expertos era falsa o que se había omitido revelar un hecho material necesario para que la información no sea engañosa. Sin embargo, como fue establecido en el caso *WorldCom* ningún demandado “no experto” puede confiar sin cuestionamientos en la opinión de los expertos para eximirse de responsabilidad, por lo que se debe siempre realizar investigaciones razonables con respecto a las “*red flags*” que puedan existir.

- **Obtener certeza y veracidad de los documentos informativos.** Los documentos informativos que se preparan para las emisiones internacionales son generalmente bastante extensos y detallados y, debido a la magnitud de los riesgos legales y de reputación por deficiencias en la información revelada, deben ser cuidadosamente preparados y revisados. En ese sentido, el proceso de *due diligence* sirve a los participantes para confirmar la certeza y veracidad de la información revelada y contrastarla contra las fuentes primarias (p.ej. contratos, registros contables, estudios, etc.) y asegurarse que no se está omitiendo revelar información material (p.ej., contingencias identificadas que sea necesario revelar a los inversionistas).
- **Identificar disposiciones contractuales, legales u otras que puedan afectar la oferta.** Un aspecto fundamental del proceso de *due diligence* es la identificación de disposiciones contractuales, legales o estatutarias que puedan impedir o afectar la transacción. La identificación de estos aspectos es central para que tanto el emisor como los demás participantes puedan evaluar la mejor manera de solucionarlos. Por ejemplo, es común en emisiones de deuda encontrar restricciones a nuevos endeudamientos o garantías en los contratos vigentes del emisor. En ese caso, resulta necesario negociar con los acreedores vigentes ciertas dispensas para emitir los bonos, las cuales por lo general vienen acompañadas de un acuerdo para pre-pagar los financiamientos con los fondos obtenidos por la emisión.
- **Identificar algún riesgo reputacional que pueda materializarse por participar en la oferta.** El capital reputacional de los participantes en los procesos de emisión de valores es sustancial y cualquier deficiencia en la información revelada a los inversionistas puede generarles un daño reputacional considerable. Esto es particularmente relevante para los bancos de inversión que son jugadores frecuentes en el mercado de emisiones y que, en buena medida, dependen de su reputación

para generar nuevos negocios. Por ello, para los bancos de inversión, al margen de la responsabilidad legal a la que puedan estar sometidos (que típicamente tiende a tener un costo calculable), el costo reputacional por deficiencias en la información revelada a los inversionistas puede ser incalculable y generar efectos catastróficos. En consecuencia, una función no legal del *due diligence* es mitigar potenciales daños reputacionales por deficiencias en la información.

### 3.2 Cartas 10b-5

Con la finalidad de asistir a los *underwriters* con su *due diligence defense*, en emisiones internacionales se exige que todos los asesores legales externos involucrados en la operación emitan una carta o declaración denominada “*10b-5 letter*” o “*negative assurances*” dirigida a ellos en la que declaren que han realizado una investigación sobre el emisor (sujeto ciertas limitaciones y calificativos) y que, producto de dicha investigación, no han tomado conocimiento sobre algún hecho que les haga pensar que la información revelada en el documento informativo contenga un hecho falso o que se haya omitido algún hecho relevante que pudiera hacer que la información revelada a los inversionistas es engañosa.

### 3.3 Due diligence contable

Prácticamente todas las emisiones internacionales, sean emisiones registradas ante la SEC o privadas bajo las Regla 144A/Regulación S, están sujetas a la emisión por parte de los auditores de una carta denominada “*comfort letter*” en la que declararán que: (i) no han tomado conocimiento sobre algún hecho que les haga pensar que la información revelada en los estados financieros no es veraz, (ii) no ha habido cambios materiales a ciertas cuentas importantes del balance (ej. deuda de largo plazo, patrimonio, resultados operativos) desde los últimos estados financieros incluidos en el documento informativo, y (iii) la información financiera relevada en el prospecto es correcta y deriva de los estados financieros o libros contables del emisor. A las dos primeras declaraciones se les conoce como *negative assurances*, mientras que a la última se le conoce como “*tick-and-tie*” pues los auditores encierran en círculos todas las cifras financieras en el documento informativo y las relacionan con el procedimiento que han realizado para su validación. Estas cartas se emiten de conformidad con los principios contenidos en el *Statement on Auditing Standards No. 72* (“*Letters for Underwriters and Certain Other Requesting Parties*”). Los auditores no pueden dar *negative assurance* sobre cambios materiales a ciertas cuentas importantes del balance y estado de resultados si han transcurrido 135 días o más desde los

últimos estados financieros respecto de los cuales han realizado una auditoría o revisión limitada. En consecuencia, en este tipo de emisiones se suele decir que los estados financieros tienen una vigencia de 135 días luego de la cual dejan de tener efecto. Para el caso de emisores registrados ante la Superintendencia del Mercado de Valores, además de este periodo de 135 días, debe revisarse el cronograma para la publicación de información financiera porque los auditores no pueden dar “confort” respecto de unos estados financieros si el emisor ha publicado al mercado estados financieros más recientes.

### 3.4 Back-up

Para los *underwriters* constituye una parte importante del proceso de *due diligence* asegurarse que sus asesores legales han recibido y revisado toda la documentación que sustenta (*back-up*) ciertos números, cifras y declaraciones en el documento informativo. La mayoría de estos ítems están relacionados a documentación que los auditores no van a validar en su *comfort letter*, tales como participación de mercado, declaraciones sobre liderazgo en el mercado o fortalezas del negocio, data operativa, estadísticas de la industria, cantidad de empleados, participación en el capital social, propiedades, entre otros. Si bien este es un proceso al cual muchas veces no se le da la relevancia debida, es importante notar que la finalización de la revisión del *back-up* por parte de los asesores legales de los *underwriters* es un requisito para poder anunciar la oferta al mercado y comenzar el *road show*.

La recopilación de esta documentación permite a los *underwriters* verificar que la información contenida en el documento informativo es correcta y sustentar su defensa de *due diligence*. El proceso normalmente es manejado por los asesores legales de los *underwriters*, quienes preparan requerimientos de *back-up* basados en el documento informativo y revisan la documentación proporcionada por los emisores para cerciorarse que no hay errores en la información revelada. Si el emisor no fuera capaz de producir *back-up* para sustentar una determinada información en el documento informativo, lo más probable es que esa información tenga que ser modificada o incluso borrada.

### 3.5 Conferencias telefónicas y *due diligence* complementario

Como parte del proceso de *due diligence* es común que se realicen una serie de conferencias telefónicas en la que participan los banqueros, abogados, auditores y representantes del emisor. Estas conferencias típicamente se realizan antes de anunciar la oferta, de fijar los términos de los

valores ofrecidos y de cerrar la transacción, aunque dependiendo de la naturaleza de los negocios del emisor pueden realizarse conferencias en distintos momentos del proceso para cubrir temas específicos como, por ejemplo, temas ambientales o de propiedad intelectual. Las conferencias son generalmente lideradas por los asesores legales de los *underwriters* y en las mismas se realizan preguntas al emisor sobre sus negocios, contabilidad, litigios, situación tributaria, temas ambientales, entre otros.

Finalmente, no es extraño que se realicen procedimientos de *due diligence* complementarios tales como visitas a plantas o discusiones con los principales clientes o proveedores, especialmente en el caso de emisiones registradas ante la SEC. En el caso de ciertos emisores y dependiendo de la complejidad del negocio y el riesgo que la información proporcionada por el emisor pueda no ser suficiente, es posible también que los *underwriters* decidan contratar a terceros para que evalúen ciertos aspectos del negocio.

## 4. Elaboración del documento informativo y presentación de información financiera

### 4.1 Documento informativo

Tanto cualitativa como cuantitativamente, los documentos informativos en emisiones internacionales (sean privadas o públicas) se elaboran bajo un estándar de revelación de información, bastante más exigente que el aplicable en las emisiones públicas en el mercado peruano. En general, son bastante extensos (entre 200 a 300 páginas dependiendo de la industria del emisor) y se preparan luego de efectuado un *due diligence* bastante profundo por parte de los bancos de inversión y los abogados.

El contenido del documento informativo está determinado por una serie de factores. Entre estos factores podemos encontrar la adecuada revelación de información para mitigar riesgos legales y reputaciones, la necesidad de “marketear” adecuadamente los valores y la existencia precedente de emisores comparables, porque los inversionistas tienden a comparar la información revelada con emisiones similares. Estos factores son particularmente relevantes en el caso de emisiones privadas con respecto a las cuales no existe un parámetro legal sobre el contenido de los documentos informativos (en el caso de emisiones públicas, el contenido del “prospecto” está definido fundamentalmente por la Form 20-F).

Abajo presentamos un resumen del contenido que generalmente abarcan las partes más importantes de un documento informativo preparado para una emisión internacional:

- **Summary.** En esta sección típicamente se incluye un breve resumen sobre el emisor, sus negocios y los aspectos que más lo distinguen (p.ej. posición en el mercado, trayectoria histórica, etc.) y una descripción de sus fortalezas competitivas y estrategias. La descripción de las fortalezas generalmente presenta a los inversionistas aquellas fortalezas competitivas del emisor que, a criterio de la gerencia, son fundamentales para el éxito de la compañía en los mercados en los que opera. La sección sobre estrategias del negocio usualmente articula los objetivos de la gerencia a “mediano plazo” y su percepción sobre las oportunidades de crecimiento o consolidación del emisor, los cuales son balanceados con los retos y dificultades para cumplir estos objetivos y explotar las oportunidades.
- **Offering.** Esta sección contiene un resumen de los términos principales de los valores ofertados. Para el caso de valores representativos de deuda, esta sección normalmente describe el monto total ofertado, fecha de vencimiento, tasa de interés, uso de los fondos, supuestos de redención anticipada, tratamiento de los impuestos (*tax gross-up*), garantías, *ranking*, *covenants*, listado, restricciones a la transferencia y ley aplicable.
- **Risk factors.** En esta sección se revelan los factores de riesgo específicos al emisor y su industria, las jurisdicciones donde tiene operaciones relevantes y los valores ofertados. Los factores de riesgo deben ser vistos por todas las partes como una “póliza de seguro” frente a potenciales demandas futuras de los inversionistas que se sustenten en faltas en la revelación de información. Por tanto, es en interés de todas las partes que se revelen todos los riesgos materiales relacionados al negocio o la industria del emisor, especialmente aquellos que se hayan descubierto como resultado del “due diligence”. Abajo describimos de manera general los factores de riesgo que usualmente se revelan en documentos informativos elaborados para emisiones de deuda de empresas peruanas:
  - o *Riesgos relacionados al emisor y su industria:* Entre estos riesgos se suele describir los riesgos relacionados a la naturaleza del negocio que se realiza o pretende realizar; factores relacionados a la industria; correlación del negocio con la economía del país; la ausencia de operaciones rentables en periodos recientes; dificultad en obtener materia prima o suministro de productos en suficiente calidad o cantidad; concentración geográfica; incremento en los costos de producción; éxito de adquisiciones recientes o futuras; posición financiera de la compañía y/o riesgo de liquidez; ausencia de fuentes de financiamiento para nuevos proyectos; confianza en la experiencia de gestión; competencia existente o potencial; marco regulatorio y posibles cambios al mismo; no cumplimiento de regulaciones ambientales; conflictos con sindicatos; expiración pendiente de patentes, marcas o contratos materiales; dependencia de un número limitado de clientes o proveedores; o dependencia en sistemas informáticos.
  - o *Riesgos relacionados al Perú:* Estos riesgos son bastante estándar para emisiones realizadas por emisores peruanos y típicamente describen los riesgos derivados de las condiciones económicas en el Perú que podrían afectar negativamente las operaciones e inversiones del emisor; el desarrollo político en el Perú que podría afectar negativamente las operaciones e inversiones del emisor; depreciación del Nuevo Sol con respecto al dólar estadounidense que podría afectar adversamente la condición financiera y resultados de operación del emisor; la re-implementación de ciertas leyes por el gobierno peruano, principalmente políticas cambiarias restrictivas que podrían tener un efecto adverso en el negocio, situación financiera y resultados de operación del emisor; la inflación podría afectar negativamente la situación financiera y resultados de operaciones del emisor; la percepción de mayores riesgos en otros países, especialmente en las economías emergentes, pueden afectar negativamente la economía peruana, el negocio del emisor y el precio de los valores emitidos por emisores peruanos.
  - o *Riesgos relacionados a la oferta:* La descripción de los riesgos relativos a la oferta depende del tipo de instrumento que se está ofreciendo. En el caso de emisiones de deuda típicamente se describe el riesgo de subordinación en insolvencia frente a ciertos créditos preferentes (p.ej., créditos laborales o tributarios), riesgo de subordinación estructural en caso hayan subsidiarias que no garanticen el bono, riesgo de liquidez, restricciones a la transferencia.
- **Use of proceeds.** En esta parte se revela el importe de los fondos recibidos producto de la venta de los valores detallando cada uno de los principales usos que el emisor tiene previstos. Por ejemplo, si los ingresos serán utilizados, directa o indirectamente, para adquirir activos, fuera de adquisiciones en el

curso ordinario de los negocios, el documento informativo deberá describir brevemente los activos a ser adquiridos y su costo. Si los bienes serán adquiridos vía subsidiarias del emisor o afiliadas, el documento de oferta deberá revelar el nombre de los vendedores y cómo será determinado el costo de adquisición. Si se espera que los ingresos puedan ser utilizados para financiar adquisiciones de otras compañías, el documento informativo dará una breve descripción de estas compañías y la información sobre el estado de las adquisiciones. Si una parte importante de los ingresos se utilizará para cumplir, reducir o cancelar el endeudamiento, se deberá describir el tipo de interés y vencimiento de dicha deuda.

- **Capitalization.** En esta sección se incluye información sobre la capitalización y endeudamiento (distinguiendo entre garantizado y no garantizado) del emisor medido a la fecha de los últimos estados financieros incluidos en el documento informativo y, de ser aplicable, ajustado para reflejar la venta de nuevos valores a emitir y la aplicación prevista de los ingresos netos recibidos.
- **Selected financial data and operating data.** Normalmente, se incluye información financiera histórica, generalmente de los tres últimos ejercicios económicos (o por el periodo que el emisor ha estado en operación, en caso de ser menor a 3 años) e información financiera comparada para el último ejercicio intermedio, en la moneda funcional utilizada para la preparación de los estados financieros. También, se proporcionan datos comparativos del mismo ejercicio económico con el año anterior, salvo por información comparativa del balance que se compara con el último balance a fin de año. Los datos financieros seleccionados deberán incluir, como mínimo, ventas netas o ingresos operativos, ingresos (pérdidas) de operaciones, ingresos (pérdidas) de operaciones continuas, los ingresos netos (pérdida), utilidad neta (pérdida) por acción, ingresos (pérdidas) por operaciones continuas por acción, los activos totales, los activos netos, capital social, dividendos declarados por acción en la moneda de los estados financieros, incluyendo la fórmula que se utiliza para los ajustes a los dividendos declarados, y los ingresos netos diluidos por acción.
- **Management's discussion and analysis of financial conditions and results of operations ("MD&A").** El MD&A tiene por finalidad proporcionar a los inversionistas una explicación sobre los factores que han afectado la situación financiera y los resultados de las operaciones del emisor para los ejercicios

económicos cuyos estados financieros se adjuntan al documento informativo, así como presentar el análisis de la administración sobre las tendencias, eventos o incertidumbres conocidas que puedan tener un efecto sustancialmente adverso en los resultados futuros del emisor. El MD&A debe proporcionar a los inversionistas la oportunidad de analizar al emisor a través de los ojos de la gerencia y, por ello, resulta necesario que se identifiquen los aspectos cuantitativos y cualitativos que sean importantes para la gerencia y que resulten necesarios para un entendimiento cabal de la historia y perspectivas del emisor en el corto y largo plazo.

El MD&A normalmente comienza con una explicación sobre los factores que afectan sustancialmente los resultados operativos del emisor para dar a los inversionistas el contexto adecuado para el análisis de los estados financieros. Típicamente, se incluyen aquellos temas más importantes para la gerencia en la evaluación de la situación financiera y el desempeño operativo del emisor. Para tal efecto y dependiendo de la industria del emisor, se identifican las tendencias más relevantes desde el último ejercicio económico con respecto a producción, ventas e inventario, el estado de la cartera de pedidos, así como costos de producción y precios de venta. Se discuten también las tendencias conocidas, incertidumbres, demandas, compromisos o hechos que pudieran razonablemente tener un impacto sustancial en las ventas netas del emisor o en sus ingresos, rentabilidad, liquidez o fuentes de financiamiento, o cualquier otro hecho que pudiera razonablemente llevar a un inversionista a la conclusión de que resultados futuros podrían variar sustancialmente con respecto a los resultados pasados.

El MD&A incluye también un análisis –línea por línea– de los resultados operativos del emisor, identificando las causas del resultado particular y las variaciones frente al ejercicio anterior, así como los eventos no-recurrentes que afectaron su desempeño. Además, en el MD&A se analiza la liquidez y fuentes de capital del emisor, describiendo las fuentes de efectivo y el uso que se le da al mismo, se identifica la naturaleza y el alcance de las restricciones legales y económicas sobre la capacidad de las subsidiarias para transferir fondos al emisor y el impacto que tales restricciones han tenido o se espera que tengan sobre capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones futuras, se describen las inversiones en capital durante los últimos ejercicios, se detalla la deuda financiera vigente, garantías y se describen los *covenants* financieros que resulten aplicables. Finalmente, en el MD&A se detallan los compromisos futuros que vayan a generar una salida de caja, fuentes de fondeo, operaciones fuera de balance y riesgos de mercado.

- **Business.** En esta sección se revela información sobre los negocios del emisor, así como sus operaciones, productos o servicios, incluyendo los factores que afectan los negocios. Se describen los eventos importantes en el desarrollo del negocio del emisor, por ejemplo, información sobre la naturaleza y los resultados de cualquier reclasificación de materiales, fusión o consolidación del emisor o cualquiera de sus subsidiarias significativas, adquisiciones o enajenaciones de los bienes materiales que no sean del curso ordinario del negocio; cambios significativos en el modo de llevar a cabo el negocio; cambios significativos en los tipos de productos producidos o servicios prestados; cambios de nombre, o la naturaleza y el resultado de todo procedimiento de quiebra, suspensión de pagos o similar con respecto a la compañía o entidades significativas.
- **Principal shareholders.** En esta parte se revela información relativa a los accionistas principales (es decir, los accionistas, que típicamente son los beneficiarios del 5% o más de cada clase de títulos con derecho a voto del emisor) y otros que controlen o puedan controlar al emisor, incluyendo: (i) los nombres de los principales accionistas, número de acciones y el porcentaje de acciones en circulación de cada clase de propiedad de cada uno de ellos actualmente, o la correspondiente declaración negativa si no hay accionistas principales, (ii) cualquier cambio significativo en la porcentaje de participación en poder de los accionistas principales durante los últimos tres años, y (iii) si los accionistas principales del emisor tienen distintos derechos de voto, o la correspondiente declaración negativa.
- **Related party transactions.** En esta parte se proporciona información histórica con respecto a: (i) las operaciones existentes o transacciones actualmente propuestas que resulten significativas para el emisor o la parte relacionada, o cualquier transacción inusual por su naturaleza o las condiciones, con la participación de bienes, servicios o activos tangibles o intangibles, a los que el emisor o cualquiera de sus afiliadas es parte, y (ii) el importe de los préstamos pendientes (incluyendo garantías de todo tipo) realizadas por el emisor, su matriz o cualquiera de sus filiales a disposición o en beneficio de cualquiera de las partes relacionadas.<sup>2</sup>
- **Management.** En esta sección se proporcionar información respecto a las siguientes materias:
  - o *Directores y gerentes.* Se incluye información con respecto a los directores y gerentes, como por ejemplo, el nombre, la experiencia empresarial, funciones y áreas de experiencia en el emisor, las principales actividades comerciales realizadas fuera de la compañía emisora (incluyendo, en el caso de los consejeros, otras administraciones principales), la fecha de nacimiento o edad, la naturaleza de cualquier relación familiar entre cualquiera de las personas mencionadas anteriormente, y cualquier acuerdo o entendimiento con accionistas importantes, clientes, proveedores u otros, en virtud de los cuales cualquier persona mencionada arriba fue seleccionado como director o miembro de la alta dirección.
  - o *Comités.* Se revelan detalles relativos a los comités del emisor, incluyendo los nombres de los miembros de cada comité y un resumen de los términos principales bajo los cuales opera el Comité.
  - o *Compensación de directores y gerentes.* Se proporciona información del último ejercicio económico con respecto al importe total de la compensación pagada a los directores y gerentes del emisor.
  - o *Propiedad accionaria de los directores y gerentes.* Se revela información sobre la tenencia accionaria (incluyendo opciones para adquirir acciones) de los directores y gerentes.
- *Descripción de los valores.* En esta sección se describen los términos principales de los valores, los cuales varían dependiendo del tipo de instrumento a ser emitido. La descripción de los valores es el resultado de un proceso de negociación entre el emisor y los *underwriters*, el cual resulta particularmente relevante en procesos de emisión de deuda “high yield”.
- *Plan of distribution.* Se revelan los acuerdos contractuales entre los *underwrites* y el emisor, incluyendo las jurisdicciones donde se planea distribuir los valores.

## 5. Representación de los valores: liquidación y compensación

Los valores emitidos en emisiones internacionales se representan por certificados físicos. En el caso

<sup>2</sup> El concepto de “parte relacionada” es más amplio que el de las normas contables para la divulgación de las transacciones entre partes relacionadas en los estados financieros e incluye, entre otros: (i) afiliadas, (ii) entidades asociadas (es decir, aquellas en las cuales el emisor tiene una influencia significativa o que tiene influencia significativa), (iii) los individuos que posean, directa o indirectamente, alguna participación en los derechos de voto del emisor que les permita ejercer influencia significativa (incluyendo a sus parientes cercanos), (iv) aquellas personas que tienen autoridad y responsabilidad para planificar, dirigir y controlar las actividades del emisor, incluyendo los consejeros y altos directivos (y sus parientes).

de emisiones bajo la Regla 144A y la Regulación S de la SEC, los valores a ser distribuidos en los Estados Unidos de América bajo la Regla 144A se representan en uno o más certificados físicos globales típicamente denominados “144 Global Note”, mientras que los valores a ser distribuidos fuera de los Estados Unidos de América al amparo de la Regulación S se representan en uno o más certificados físicos distintos denominados “Regulation S Global Note”. Típicamente se emite únicamente un “144A Global Note” y un “Regulation S Global Note” (conjuntamente denominados como “Global Notes”), aunque en emisiones donde el tramo 144A o el tramo Reg S superan la cifra de US\$500 millones resultará necesario emitir más de un certificado físico para cada tramo ya que “The Depository Trust Company” (DTC), entidad que funciona como depositario de valores y sistema de compensación y liquidación de valores, no acepta certificados por encima de esa cifra.

Las Global Notes son emitidas a nombre de “Cede & Co.” que es una entidad afiliada a DTC que sirve como “nominee” (i.e., titular formal) de los valores y depositadas con DTC (o un custodio de DTC). Luego que las Global Notes sean depositadas con DTC, DTC automáticamente acreditará en las cuentas internas de sus participantes directos los “beneficial interests” que correspondan a cada uno de ellos. En caso sean participantes directos, esta acreditación inicial usualmente se hace en las cuentas de los *underwriters* que suscriben la emisión. Luego de ser acreditados como titulares de “beneficial interests” en las Global Notes, los participantes directos en DTC acreditarán en las cuentas que lleven en sus sistemas internos la tenencia de sus participantes, quienes a su vez podrán seguir el mismo proceso con sus respectivos participantes. Este mecanismo de representación de los valores se conoce como “*book-entry form*” y se caracteriza por una disociación entre el titular “registrado” de los valores y el titular “real” (i.e., quien ejerce los derechos y percibe los beneficios) del valor. Esta es la diferencia más relevante con el sistema de liquidación y compensación de valores en Perú donde el titular “registrado” y el titular “real” coinciden.<sup>3</sup>

## 6. Fijación del precio de los bonos

En emisiones internacionales de deuda, los bonos generalmente se emiten: (i) a tasa de interés fija pagadera por todo el plazo del bono; (ii) a un valor igual o cercano a par (i.e., 100% del monto de principal); y (iii) sin amortizaciones parciales de principal, esto es, estableciéndose que el total del

principal será pagado en la fecha de vencimiento (conocido como “bullet”).

La tasa de interés de un bono a tasa fija emitido a la par será igual al rendimiento esperado por los inversionistas por mantener el bono hasta su vencimiento. Este rendimiento esperado será el producto de la suma entre: (i) el rendimiento de los bonos del Tesoro Americano que venzan en la fecha más próxima al vencimiento del bono (conocida como “benchmark treasury rate”); y (ii) el *spread* que resultará del retorno esperado por los inversionistas por el riesgo de invertir en el bono en función a inversiones comparables. Por ejemplo, si se va a emitir un bono a 10 años, el rendimiento de los bonos del Tesoro Americano comparables es 2.5% y el mercado demanda un *spread* igual a 400 puntos básicos, la tasa de interés de los bonos (asumiendo que son emitidos a la par) será de 6.5%.

Hay algunos factores determinantes para la fijación del *spread* en una emisión de deuda en el mercado internacional. El primer factor (y tal vez el más importante) es el *rating* asignado a los bonos que, como indicamos anteriormente, divide a los bonos en el mundo de los bonos “investment grade” y los bonos “high yield”. Dentro del mundo de los bonos “investment grade” típicamente hay pequeñas variaciones en el *spread* entre bonos que tienen el mismo *rating*. Por el contrario, en el mundo de los bonos “high yield”, los *spreads* pueden variar considerablemente entre bonos del mismo *rating* dependiendo de la industria del emisor, proyecciones, apalancamiento, jurisdicción, gerencia, etc. Un segundo factor que afecta el *spread* demandado por instrumentos de deuda, es el lugar que estos ocupan en la estructura de capital del emisor. Conforme el bono vaya descendiendo en la estructura de capital (i.e., acercándose al *equity*) mayor será el *spread* demandado por el mercado. Por último, las condiciones de mercado existentes al momento de la emisión afectan sustancialmente el *spread* demandado por los inversionistas. Por ejemplo, en situaciones donde hay mucha liquidez en el mercado y una alta demanda por bonos corporativos (p.ej. como aconteció durante el 2011, 2012 y comienzos del 2013) los *spreads* generalmente se ajustan (i.e., reducen). Por el contrario, cuando la liquidez se contrae y hay sobre oferta de bonos en el mercado, los *spreads* típicamente se incrementan. La percepción coyuntural sobre los mercados emergentes en general, también juega un rol importante en la demanda de bonos emitidos por empresas que operen en estas jurisdicciones (como es el caso del Perú) y, por ende, en la determinación del *spread*. ☒

3 En el Perú no podríamos adoptar un sistema de compensación de valores, dado que el derecho peruano no reconoce la titularidad de “beneficial interests” sobre valores sino únicamente la titularidad de quien figura registrado como titular de los valores.