

## **V. ESTIMACIÓN DE COSTOS PARA UN PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

En este capítulo analizaremos la variable de costos, variable que en muchos casos podría incluso evitar la viabilidad de una emisión de obligaciones, razón por la cual es de crucial importancia su estudio al momento de estructurar la mencionada emisión. Dependerá de los resultados obtenidos el que las Obligaciones de PREDUCA S.A. puedan poseer diferentes características especiales que agreguen valor, y resulten mayormente atractivas al inversionista al momento de escoger donde invertir su dinero.

Al participar en el mercado bursátil, debemos tomar en consideración que a partir de ese momento la empresa se compromete a hacer pública la información corporativa, financiera para el conocimiento de todo el mercado permitiendo así alcanzar los principios esenciales del mercado bursátil, la transparencia. Los inversionistas disponen de información confiable,

oportuna y completa logrando obtener la situación actual de la empresa en un determinado período y conjugando con las diferentes circunstancias susceptibles de afectar la negociación de las obligaciones.

Toda empresa que desee incursionar en el mercado bursátil incurre en costos previo a la negociación de obligaciones tales como cuotas de inscripción y mantenimiento con las entidades bursátiles, asesoría para la estructuración de obligaciones, obtención de calificaciones de riesgo tanto de la empresa como tal y de sus obligaciones, comisiones del agente pagador y de otras entidades que en su defecto pueden ser alternativas a escoger para obtener un monitoreo y cumplimiento del pago de sus obligaciones y dar al inversionista credibilidad a su cumplimiento. A continuación se detalla los siguientes costos:

**TABLA 5.1  
COSTOS INICIALES EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

<b>PREPARACIÓN DE LA EMISIÓN</b>	
COMISIÓN ASESORIA CASA DE VALORES	0,5% - 1%
CALIFICACIÓN DE RIESGO INICIAL	1% - 4000
CALIFICACIÓN DE RIESGO REVISIONES	1,5% - 500
AGENTE PAGADOR	0,1%
DECEVALE	0,2%
FIDUCIA	\$9500
PROSPECTO	\$1500,00 - \$2000,00
REPRESENTANTE OBLIGACIONISTAS	\$500,00
GASTOS NOTARIALES E IMPRESIONES	\$1500,00 - \$2000,00
<b>INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DE MERCADO DE VALORES</b>	
CUOTA	0,1%
<b>INSCRIPCIÓN EN BOLSA DE VALORES</b>	
CUOTA	\$950,40
<b>COLOCACION DE TITULOS</b>	
COMISION DE COLOCACION CASA DE VALORES	1%
COMISION BVG	0,1%

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL – Elaborado por Autores

### 5.1 Comisión por Asesoría de una Casa de Valores

Una Casa de Valores debe estar legalmente autorizada para operar en el Mercado de Valores.

La asesoría de una casa de valores consiste en:

- Asistir en el proceso de definición de las características de la emisión.
- Asistir en el proceso de calificación de riesgo de la emisión.
- Coordinar el proceso de emisión hasta su inscripción.
- Colocar la emisión.
- Apoyar en el mantenimiento de la emisión.

La asesoría para estructurar una Oferta Pública (prospecto) es de libre contratación, pues varía de acuerdo a la casa de valores a la cual se va a solicitar los servicios de asesoría. El costo gira alrededor de \$10,000 dólares. Otras cobran según el plazo y monto que se va a emitir un porcentaje entre 0,5% y 1%. Además se cobrarán los gastos notariales y las impresiones de los papeles. *(Ver Anexo 1: Costos de una Asesoría de una Casa de Valores)*

## **5.2 Calificación de riesgo inicial y revisiones**

Si la empresa decide emitir obligaciones estará obligada por la Ley a obtener una calificación de riesgo por cada emisión y una actualización de la misma por cada semestre siguiente, que no es más que una opinión acerca de la solvencia y capacidad de pago que tiene el emisor para enfrentar sus compromisos. Esta opinión se resume en la asignación de categorías de

riesgo, definidas por el Consejo Nacional de Valores. Dicha asignación se basa en el estudio del nivel de endeudamiento y los calces de plazo y monto del emisor, rentabilidad de la institución; y además la categoría según las características propias de las obligaciones.

La calificación de las obligaciones se efectuará de acuerdo a la información proporcionada por el emisor según requerimiento de la Calificadora.

Los estados financieros preparados de acuerdo a principios contables generalmente aceptados y conforme a las normas contables deben proporcionar información válida de tal manera que no condujeran a resultados erróneos respecto de una calificación.

### **5.2.1 Categorías de Calificación del Emisor**

Según los resultados de la capacidad de pago del emisor, se encasillará a la empresa emisora en una de las siguientes categorías:

#### **Categoría A**

Cuando la empresa no tiene signos de insolvencia, los riesgos que se presentan son considerados moderados y su capital contable no está comprometido por significativas pérdidas sin respaldo. La institución no recibirá esta categoría si:

- Su compromiso patrimonial es superior a 5%
- Presentó pérdidas en el ejercicio anterior al año en curso y del ejercicio en curso.
- Mantiene un nivel de endeudamiento con relación al capital y reservas superior a 17 veces.
- Durante los 12 últimos meses la institución ha sido sancionada con multas por incumplimiento de normas legales.

### **Categoría B**

Cuando la institución hace frente a riesgos superiores a los normales o incumplen las normas legales, pero que éstas pueden ser superadas en el corto plazo sin afectar a su solvencia.

### **Categoría C**

Cuando la institución presenta problemas patrimoniales que deben ser superados en el mediano plazo, o bien los riesgos son excesivos que pueden provocar la insolvencia de la empresa y que será necesario que la junta de accionistas acuerde un aumento de capital con el fin de seguir en el funcionamiento normal de la institución o empresa.

**Categoría D**

Cuando la situación de la institución se enfrenta a un estado de franca insolvencia durante el corto y mediano plazo, y que podría verse obligada a llamar a convenio a los accionistas y declararla en liquidación.

**Categoría E**

Cuando no contamos con la información suficiente para determinar la situación de la empresa.

**5.2.2 Calificación de Obligaciones de Oferta Pública**

Las categorías de calificación se basan en lo establecido por el Consejo Nacional de Valores.

**AAA.-** Esta categoría indica que las obligaciones presentan una capacidad de pago del capital y los intereses en los plazos y montos acordados, además presentan un riesgo moderado que no compromete los valores de la compañía.

**AA.-** Corresponde a los valores cuyo emisor es financieramente muy sólido con antecedentes favorables y no

presente debilidades. Su riesgo aunque bajo, no es tan favorable como el de las instituciones de categoría AAA.

**A.-** Corresponde a los valores cuya institución tiene un historial financiero sólido. Pueden presentar debilidades menores pero son problemas pequeños.

**BBB.-** Valores correspondientes a un emisor que es conocida como una buena deudora. Sus debilidades en ciertas áreas no son críticas y manejables en el corto plazo.

**BB.-** Valores correspondientes a un emisor sujeto a crédito sin serias deficiencias, aunque sus estados financieros revelan al menos un área crítica que impide otorgarle una calificación más alta. Tienen menor capacidad de superar imprevistos que los de arriba mencionados.

Los valores presentan una buena capacidad de pago de capital e intereses aunque el emisor ha asumido algunos riesgos superiores a los normales pero que los problemas presentados pueden ser solucionados en el corto plazo.

**B.-** Valores cuya emisora es considerada como una institución de crédito aceptable y presenta deficiencias de importancia.

**C.-** Valores correspondientes al emisor que presenta estados financieros evidentemente débiles, originada por la calidad de sus activos o una pobre estructura de su balance. Existe un significativo nivel de incertidumbre y vulnerabilidad hacia el futuro.

**D.-** Valores correspondientes al emisor que presenta grandes debilidades y dificultades de captación de recursos o de liquidez. Existe un significativo nivel de incertidumbre acerca de su capacidad de resolver problemas adicionales.

Según la compañía calificador de riesgo que se vaya a elegir, difieren los costos. Los honorarios a cobrarse se basan en el monto a emitirse o en una tarifa fija. Un valor variable fluctúa entre \$3,000 y \$4,000 y un porcentaje del 1,5% sobre el monto por concepto de actualizaciones semestrales. Otra modalidad es cobrar un valor fijo alrededor de \$4,000 por calificación inicial y \$500 por cada actualización semestral. Valores aproximados que serán incluidos dentro del rubro de costos fijos dentro de la emisión de obligaciones de PREDUCA S.A. *(Ver Anexo 2: Costos de una Calificación de Riesgo)*

### 5.3 Representante de los Obligacionistas

Es la persona jurídica especializada que representa a los tenedores de deuda en la adecuada protección de sus intereses. Sus funciones son:

- Verificar e informar acerca del cumplimiento de las obligaciones contraídas en el contrato de emisión.
- Velar por el pago equitativo y oportuno a los obligacionistas.
- Convocar a la Asamblea General de obligacionistas para resolver temas propios de su función o presentar su informe de gestión.
- Representar judicialmente a los obligacionistas.

Preduca y el representante legal de los obligacionistas firmarán un convenio en el cual se encargará de defender los derechos de los obligacionistas, desde la emisión hasta el pago total de las obligaciones.

La inscripción de estos convenios se basa en la escritura pública de emisión y la indicación de los nombres, apellidos nacionalidad o denominación del representante legal de los obligacionistas, direcciones domiciliaria y postal, teléfono y telefax, debidamente inscrita en los registros correspondientes.

El costo está entre 500 y 1000 por cada semestre. *(Ver Anexo 3: Costo de un representante de obligacionista y un agente pagador)*

#### **5.4 Agente Pagador**

Un agente pagador es una institución financiera controlada por la Superintendencia de Bancos. Sus funciones son:

- Realizar los pagos de vencimientos, tanto de capital como cupones de interés, sujeto a disponibilidad de fondos.
- Llevar registro y archivo de los documentos correspondientes al pago de intereses y capital.

Los inversionistas acudirán al agente pagador o banco para hacer efectivo las amortizaciones correspondientes al período de vencimiento de capital e intereses de las obligaciones. El agente pagador cobrará una comisión al emisor de un porcentaje de 0,1% sobre el valor pagado. *(Ver Anexo 3: Costo de un representante de obligacionista y un agente pagador)*

#### **5.5. Prospecto**

Una vez estructurada la emisión, se procede a armar el prospecto que no es más que un folleto en la cual contiene la información de las características de la emisión de obligaciones, además de la información general, económica-

financiera de la empresa, de la industria y el entorno. (*Ver Anexo 4: Información a incluir en un prospecto de oferta pública de obligaciones*)

## **5.6 Costo de Inscripción en el registro del Mercado de Valores**

La empresa emisora debe cumplir con una serie de requisitos (*Ver Anexo 5: requisitos para la inscripción de emisores de valores*) y además envía una carta firmada por el Representante Legal de la Empresa expresándole el deseo de realizar la Oferta Pública y de inscribirse como Emisor.

La Superintendencia se tomará máximo 15 días hábiles en aprobar la Emisión y autorizar la Oferta Pública de la empresa interesada. La resolución deberá ser publicada en uno de los diarios de mayor circulación.

El Departamento de Mercado de Valores de La Superintendencia le entregará una orden para pagar la Cuota de Inscripción una vez que el emisor haya entregado una copia del diario donde se publicó la Resolución. El costo es el 0,1% sobre el monto de la emisión y se paga solo una vez para emisores que no pertenezcan al sector financiero. El emisor recibirá su Número de Inscripción en el momento que presente el recibo de pago de la Cuota de Inscripción.

## 5.7 Inscripción en la Bolsa de Valores

Para la inscripción del emisor y las obligaciones en la Bolsa de Valores, se debe cumplir una serie de requisitos además de enviar una carta a la Secretaría General de la Bolsa de Valores solicitando la inscripción como emisor. Si este procedimiento lo realiza La Casa de Valores Asesora, se adjuntará una declaración para la inscripción del Emisor.

Una vez aprobado la Bolsa la inscripción y establecido la fecha a partir de la cual podrá negociar las obligaciones, el Emisor debe pagar una Cuota de Inscripción inicial y en los siguientes años una Cuota de Mantenimiento Anual que serán determinados en base al Patrimonio del Emisor. A continuación se muestra un cuadro detallando la manera cómo se realiza el cálculo:

<b>1</b>	22300000	0,025%	\$3483003,60	\$950,40
<b>2</b>	22300000	0,020%		
<b>3</b>	22300000	0,015%		
<b>4</b>	22300000	0,010%		
<b>EXCEDENTE</b>		0,005%		

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

## 5.8 Comisión por colocación de obligaciones

- **De la Casa de Valores**

Generalmente el emisor elige a la misma Casa de Valores que le asesoró en la estructura de la emisión para vender sus obligaciones.

La comisión percibida por la colocación de las obligaciones es del 1%

sobre el valor de la transacción. Si se coloca el total del monto de la emisión el costo total por este concepto es \$4,000.00.

- **De la Bolsa de Valores**

La intervención de la Bolsa de Valores en este proceso percibe una comisión del 0,1% sobre el monto de la transacción.

## **5.9 Servicios de Fiducia**

La utilización de FIDUCIA S.A. en nuestro estudio constituye un valor agregado a la emisión de obligaciones. El objetivo de su aplicación radica en la seguridad al inversionista, lo cual a su vez repercutirá en una demanda menos exigente en cuanto al rendimiento esperado por él.

La contratación de FIDUCIA S.A. comprende un acuerdo fiduciario en el cual este organismo se encargará de precautelar la captación de los recursos y que estos no sean utilizados por la empresa sino aislados a fin de cumplir con los pagos de intereses y del principal en plazos previamente pactados con el mercado, lo cual forma parte de las características del papel.

Para el efecto, se establecerá un Fideicomiso de Administración y Pagos, cuya estructuración estará basada en el análisis de los estados financieros

de PREDUCA S.A., y estará a cargo del Departamento de Operaciones de FIDUCIA S.A.

El objetivo de dicho contrato es poder dar seguridad al inversionista de que recibirá sus pagos a tiempo, para ello PREDUCA S.A. se comprometerá a apartar los flujos desde el momento en que inicia la emisión. El contar con los recursos que serán destinados para el pago de los flujos del inversionista previamente, proporcionará al mercado un incremento en la confianza en nuestra empresa al momento de invertir su dinero.

FIDUCIA S.A. por tanto, estará a cargo de la cautela y administración de los flujos de efectivo de PREDUCA S.A. que serán dirigidos hacia el pago a los tenedores de la obligación de nuestra empresa en mención. Ello significa que de ser elegida esta alternativa como parte de la estrategia de diferenciación, como lo comentamos en nuestro Estudio de Mercado, y valor agregado a nuestra emisión de obligaciones, el Contrato Fiduciario de Administración y Pagos tendrá una vigencia igual al de la emisión de obligaciones de PREDUCA S.A.

Igual que toda unidad ejecutora especializada, en el campo empresarial, FIDUCIA S.A. ofrece la seguridad jurídica, respuesta inmediata y confianza financiera indispensable para solucionar problemas vitales de nuevos y diferentes frentes de trabajo. Por supuesto, todo lo mencionado

anteriormente tiene un costo y del impacto del mismo en la emisión de obligaciones de nuestra empresa dependerá que esta alternativa sea escogida o no.

A continuación, las ventajas específicas de utilizar los servicios de FIDUCIA S.A.:

- La descentralización de responsabilidades y obligaciones del área administrativa del constituyente (emisor) hacia otra diferente, permitiendo a la primera enfocarse en su negocio central manteniendo su eficiencia y productividad.
- La seguridad originada en la especialización del fiduciario para cumplir con la misión encomendada, por ser ésta el objetivo primordial de la fiducia.
- La imparcialidad que se obtiene como resultado de tener un ente dedicado únicamente al cumplimiento de la fiducia.

#### **5.9.1 Costos de FIDUCIA S.A.**

El contrato establecido con FIDUCIA S.A. tendrá dos fases bien diferenciadas:

La primera parte contará con la estructuración del contrato percé, el cual requerirá de un análisis de los estados financieros de PREDUCA S.A. a cargo de la entidad fiduciaria y cuyo costo se encontrará entre los USD 5,000 y USD 8,000.

La siguiente fase se basará en la administración de los flujos y el mantenimiento de un porcentaje de los flujos de caja obtenidos por la empresa que serán dirigidos hacia el pago de los inversionistas. De acuerdo a lo conversado con FIDUCIA S.A. su costo por administración de flujos será de aproximadamente USD 500,00 por cada millón colocado. Posteriormente analizaremos los flujos de costos de emisión incluyendo el servicio de FIDUCIA S.A. versus los ingresos de realizar una emisión, para luego seleccionar la mejor alternativa a aplicarse en nuestro estudio.

#### **5.10 Servicio de DECEVALE S.A**

Otra de las alternativas de diferenciación que mencionamos previamente en nuestro Estudio de Mercado fue la utilización del DECEVALE o Depósito Centralizado de Valores, compañía privada, autónoma e independiente, cuyo objetivo principal es brindar al mercado de valores los servicios de depósito, custodia, compensación, liquidación y administración de valores y registro de las transferencias de los mismos.

Dadas sus múltiples funciones y ventajas, el DECEVALE representa un valor agregado a la emisión de PREDUCA S.A. Su importancia se establecerá en párrafos posteriores donde sus beneficios se analizarán versus los costos implícitos de esta alternativa.

Los servicios principales que presta el Depósito Centralizado pueden ser:

- Depósito y Custodia de Valores
- Transferencias de Valores
- Compensación y Liquidación
- Administración de Valores (Ejercicio de derechos)

Con la prestación de estos servicios se obtendrá mayor agilidad, seguridad, confianza y transparencia en las negociaciones del mercado de valores.

La relación entre el Depositante y el Depósito Centralizado se rige por un contrato celebrado entre ambos para fijar las estipulaciones, términos y condiciones a las que quedarán sujetos los servicios que se prestan. (Contrato, Reglamento de funcionamiento y Manuales Operativos).

#### **5.10.1 Ventajas:**

- a. Agilizar las transacciones mediante la simplificación de los procedimientos operativos sin descuidar los controles.
- b. Disminuir los costos operativos de custodia y de transporte de valores.
- c. Disminuir los riesgos por el traslado de valores.
- d. Aumentar la capacidad actual de generación de negocios.
- e. Ejercer el cobro de los derechos patrimoniales inherentes a los valores, en forma simple y a bajos costos.

**5.10.2 Funciones:**

- a) Llevar la custodia y depósito de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- b) Llevar los registros de acciones, obligaciones y otros valores a nombre de los emisores y titulares, inclusive el libro de acciones y accionistas de sociedades que inscriban sus acciones en bolsa.
- c) Efectuar el registro de la transferencia, compensación y liquidación de valores que se negocien en bolsa, y en el mercado extrabursátil.
- d) Expedir certificaciones de los actos que realicen en el ejercicio de sus funciones, a solicitud del depositante y/o del titular de los valores, de las Superintendencias de Compañías o de Bancos, o por orden judicial.
- e) Mantener cuentas en las que consten los titulares de los valores depositados, sus montos y características generales y entregar constancia de la existencia de dichas cuentas.
- f) Inscribir en las cuentas de los respectivos titulares los valores que no se representan en títulos o certificados.

Al final del estado de cuenta se imprimirá el valor de la comisión estipulada entre DECEVALE S.A. y el depositante por ese período, desglosada en los siguientes rubros:

- a) Custodia;
- b) Compensación y liquidación;
- c) Manejo del libro de acciones y accionistas de los emisores que represente; y
- d) Gestión de cobro ante los emisores.

Las comisiones serán debitadas el primer día laborable del siguiente mes, de la cuenta que el depositante mantiene en la institución bancaria privada, en virtud del convenio suscrito entre DECEVALE S.A. y el depositante.

### **5.10.3 Costos DECEVALE**

- Por servicios de Manejo de Valores desmaterializados (incluye ejercicio de derechos), con cargo al titular del 0,1% anualizado
- Por emisión de valores materializadas desmaterializados, con cargo al emisor del 0,02% anualizado para emisiones de plazo menor a un año, ó 0,02% flat para emisiones de plazo mayor a un año.

- Por servicios de Custodia Física (incluye ejercicio de derechos), con cargo al depositante, acorde a los saldos promedios de los valores mantenidos en custodia.

Al igual que la alternativa de la utilización de FIDUCIA S.A., la introducción del DECEVALE en nuestro estudio dependerá finalmente de los costos en los cuales PREDUCA S.A. incurrirá.

Como lo mencionamos al inicio del capítulo, los costos de emisión son una variable importante a tratar ya que podría en un momento dado convertirse en un impedimento a la emisión de obligaciones. De tal forma, que en capítulos posteriores analizaremos los flujos de ingresos versus costos de la emisión a fin de seleccionar lo más conveniente y viable para nuestra empresa.

De allí que el análisis de los costos nos permitirá obtener una visión global del costo total que PREDUCA S.A. tendría que enfrentar dada su intención de emitir papeles de deuda a largo plazo.