

UNIVERSIDAD PERUANA DE CIENCIAS APLICADAS

FACULTAD DE NEGOCIOS



**Evaluación de la emisión de bonos en el mercado
alternativo de valores para una empresa inmobiliaria en
el Perú, año 2015**

Integrantes:

Acosta Medina, Erika	201121504
Borja Ángeles, Fernando	201000480
Rojas García, Karen	201115347
Santillan Arias, Luis	201122049

Surco, Diciembre 2015

Tabla de Contenido

INTRODUCCION	4
CAPITULO 1. MARCO TEORICO.....	6
1.1 ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO TRADICIONAL	6
1.2 ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA UNA EMPRESA INMOBILIARIA.....	7
1.3 BONOS.....	9
1.3.1 Tipos de bonos	9
1.3.2 Marco Regulatorio	10
1.3.3 El Mercado Alternativo de Valores en el Perú.....	12
1.4 SECTOR INMOBILIARIO	15
1.4.1 Actividad económica	15
1.4.2 Mercado Inmobiliario:.....	16
1.5 METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION	19
1.5.1 Técnicas de recolección de datos	19
1.5.2 Descripción del proceso de investigación.....	19
CAPÍTULO 2. PRESENTACIÓN DEL CASO	21
2.1 ASPECTOS FUNDAMENTALES	21
2.2 GRUPO ECONOMICO	22
2.3 EFICIENCIA OPERATIVA.....	23
2.4 SOLVENCIA	25
CAPÍTULO 3: ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DEL CASO	28
3.1 FINANCIAMIENTO BANCARIO	29
3.2 LOS COSTOS DE EMISION PUBLICA PARA UN BONO EN EL MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES.	32

CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	38
4.1 CONCLUSIONES.....	38
4.2 RECOMENDACIONES.....	39
BIBLIOGRAFÍA.....	40
ANEXOS.....	42
ANEXO 1: GLOSARIO TÉCNICO EN EL MAV.....	42
ANEXO 2: EMPRESAS EN EL MAV.....	44

Introducción

El presente trabajo de investigación ha sido elaborado ante la interrogante de saber cómo se puede financiar y desarrollar una empresa inmobiliaria que quiere incursionar en el Mercado Alternativo de Valores, cuya identidad mantendremos en reserva, pero que en adelante denominaremos Casa Propia. En vista que el sector inmobiliario ha tenido un gran aporte a la economía en estos últimos años, se analizará el problema: Que ante la concentración de financiamiento bancario que limita las posibilidades de obtener nuevos recursos, que solventen el crecimiento de proyectos inmobiliarios de la empresa “Casa Propia”; hemos planteado la hipótesis de incursionar en el MAV (Mercado Alternativo de Valores) que va a servir a la empresa en la obtención de recursos para ayudar a su crecimiento, además en el plano económico y financiero, la empresa podrá diversificar sus fuentes de financiamiento, evitando la concentración del financiamiento bancario.

Tenemos como objetivo comprobar si el ingreso a este nuevo mercado de emisión de bonos, el MAV, tiene un menor costo financiero, respecto a las actuales condiciones del financiamiento bancario. Para que esta comparación pueda ser más precisa y objetiva vamos a utilizar la TIR (Tasa Interna de Retorno) de cada fuente de financiamiento.

Durante los últimos 10 años la creciente demanda de viviendas ha llevado a los edificadores a incrementar el número de departamentos edificados y ofertados, según Capeco la demanda efectiva de viviendas continuó su crecimiento en 14 mil unidades, culminando en 458 mil unidades, según Estudio publicado en noviembre del 2015. Este crecimiento es menor al observado en años anteriores, pero, en línea al nuevo contexto local, es más sustentable.

El crédito hipotecario bancario ha mantenido una senda creciente, aunque a un menor nivel (14.7% frente al 21.0% del 2013), a causa de los mayores requerimientos de capital y la desaceleración económica.

Por todo lo expuesto, el presente trabajo será relevante para la empresa inmobiliaria que estamos analizando, pues permitirá corroborar si ante la situación de desaceleración del sector inmobiliario, con una demanda aún robusta, y la falta de fondos propios para seguir

invirtiendo, es posible considerar la viabilidad del financiamiento a través del MAV (Mercado Alternativo de Valores).

Nuestro estudio comprende el análisis de la empresa y del sector inmobiliario, de los últimos tres años tomando en cuenta información desde el 2010, en donde recopilamos datos de la evolución de la empresa y el mercado inmobiliario en el país; el trabajo realizado nos tomó un tiempo de aproximadamente 4 meses en donde se conoció la empresa, el sector y la herramienta financiera a utilizar.

Capítulo 1. Marco teórico

1.1 Alternativas de financiamiento tradicional

Con el objetivo de iniciar un nuevo negocio o proyecto de inversión, las empresas deben gestionar las fuentes de financiamiento de manera que permita tener una estructura mixta que diversifique el riesgo de no pago e implique un costo moderado que comparándolo con los ingresos del negocio o proyecto genere rentabilidad. De no optar por la diversificación de alternativas de financiamiento, se generan dependencias a determinadas fuentes que restan competitividad a las empresas.

En este sentido, se detallan las principales alternativas de financiamiento en el mercado peruano:

- a) Aumento de Capital: Constituye el aporte económico de los accionistas o en otros casos puede estar representado por el ingreso de una inyección de capital adicional que permita mejorar la liquidez. Así como también se puede capitalizar las utilidades retenidas. Sin embargo, esta alternativa no es conveniente pues concentra el riesgo en los inversionistas; asimismo, existe una relación directa entre el crecimiento de una empresa y la necesidad de optar por un financiamiento externo (Ross, Westerfield y Jaffe 2012:71).
- b) Emisión de Acciones (Subasta Privada): Las empresas emiten acciones¹ mediante una oferta restringida a un grupo concreto de inversores. En este tipo de colocación se suele transmitir grandes paquetes de acciones u obligaciones a inversores institucionales (bancos o empresas de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones etc.) que invierten grandes recursos en valores mobiliarios.

¹ Una acción es un valor mobiliario o título valor que representa una fracción del capital social de una empresa. Las acciones se clasifican en comunes y preferentes, la primera cede a su tenedor derechos de voto en la dirección de la empresa, participación en los beneficios y derecho de obtener una parte equitativa de los activos ante la liquidación de la empresa. En el caso de las acciones preferentes, estas otorgan prioridad en la entrega de los beneficios sobre las acciones comunes; sin embargo, por lo general se excluye el derecho a voto. (www.smv.gob.pe)

c) Emisión de Acciones (Oferta Pública Inicial /IPO²): Es la primera oferta pública que realiza una empresa para que las acciones puedan ser adquiridas por personas naturales o jurídicas, ofreciendo varias ventajas para la empresa, los inversionistas y aseguradores según el tipo de acciones. Antes de realizar una IPO la empresa es una compañía privada, pero una vez realizada la subasta, la compañía permite que el público participe en su crecimiento y en sus ganancias.

d) Préstamo Bancario: En esta modalidad, las entidades financieras otorgan dinero en calidad de préstamo a empresas privadas a cambio del pago de un interés el cual varía de acuerdo al monto, el plazo del crédito, la capacidad de negociación de la empresa entre otros factores.

“Esta alternativa es la más utilizada para obtener fondos en el mercado peruano, ejemplo de ello, en los últimos cinco años el ratio de créditos sobre el PBI pasó de 27.4% a 38.5%.” Jesus S. Benitez Gamboa, U. Privada del Norte 2015

e) Emisión de Instrumentos de Deuda: Los instrumentos de deuda de mediano y largo plazo se caracterizan por ser títulos de deuda emitidos por empresas, bancos, y organismos estatales. Como todo instrumento de deuda, estos están asociados un interés establecido previamente y a un tiempo de cancelación que puede ser de mediano o largo plazo.

1.2 Alternativas de financiamiento para una empresa inmobiliaria

Debido a que las empresas inmobiliarias requieren financiamiento por un mediano o largo plazo ya que el tiempo promedio de duración de un Proyecto es de 2 a 3 años, no resulta conveniente adquirir deudas de corto plazo (menores a un año), por lo que a continuación, se detallan las alternativas que se han identificado como convenientes para los flujos de cajas de este tipo de negocio:

a) Préstamo Bancario: Es la principal fuente de financiamiento para las empresas constructoras e inmobiliarias lo cual sustenta que, a Septiembre del 2015, los créditos directos al sector construcción llegaron a ser de S/4 967 millones incrementándose en

² Siglas en ingles de “Oferta Pública Inicial”

26.13% con respecto al 2014. El inconveniente con este medio de financiamiento es que las empresas que lo otorgan cuenta con gran poder de negociación, por lo que no dejan mucho margen para reevalúa tasas y condiciones; asimismo, se otorga una línea de crédito con límite de monto determinado.

b) Fondo de Inversión Inmobiliario (Private Equity Real Estate): Instrumentos de inversión que mediante el aporte de dinero de empresas o personas naturales se genera un fondo único que es destinado a diversos proyectos inmobiliarios y, a cambio de ello, el inversionista obtiene una rentabilidad. Los proyectos de inversión que se pueden realizar son construcción de viviendas o locales para alquiler (oficinas, centros comerciales, proyectos logísticos, entre otros). Sin embargo, esta alternativa tienen un límite de máximo de inversión (50% del activo total del fondo) y la decisión de invertir en una determinada empresa depende de la evaluación y aprobación de un comité de inversiones.

c) Emisión de Bonos Corporativos: Los bonos son certificados que se emiten con la finalidad de obtener recursos, a través de los cuales la empresa emisora adquiere una deuda y a su vez se compromete a pagarla en un periodo determinado, con una suma establecida de intereses previamente. Antes que se realice la primera emisión la empresa tiene que cumplir una serie trámites y requisitos establecidos por reglamento, lo cual en muchos casos constituye una de las principales barreras de entrada para las empresas que tratan de ingresar a este mercado de financiamiento.

d) Emisión de Bonos Mercado Alternativo de Valores (MAV)³: La mecánica y las características de valores a emitir son prácticamente idénticas a la emisión de Bonos Corporativos, sin embargo este mercado permite reducir costos y tramites pre operativos para la empresas emisoras, puesto que está orientado en ayudar a las empresas que quieran emitir instrumentos de deuda en el mercado de valores por primera vez y a su vez ganar experiencia y confianza de los inversionistas para poder utilizar instrumentos financieros con mejores beneficios y mayor volumen en emisiones futuras.

³ Para mayor información consultar la página oficial de la Bolsa de Valores de Lima: <http://www.bvl.com.pe/mav/>. Asimismo, en este capítulo se desarrolla en detalle las características de este mercado.

A continuación se muestra un cuadro comparativo entre las alternativas de financiamiento mencionadas para una empresa inmobiliaria y las características generales de cada una de ellas:

Fuentes de alternativa de financiamiento	Requisitos Accesibles	Rentabilidad requerida por inversor	Volumen de financiamiento requerido	Menores costos Pre-Operativos	Reducción de tasas	Mayor liquidez	Generación de confianza en los inversores
Prestamo bancario	Si	Si	No	Si	No	No	No
Private Equity Real Estate	No	No	No	Si	No	Si	Si
Emisión de Bonos Corporativos	No	Si	No	No	Si	Si	Si
Emisión de Bonos en el MAV	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si

Fuente: Elaboración Propia

Como se observa, la mejor opción es la emisión de bonos en el Mercado alternativo de valores (MAV) debido a que una de sus principales características es la de tener requisitos más accesibles; asimismo, se puede acceder al volumen de financiamiento que requiere la empresa a evaluar.

1.3 Bonos

Es un instrumento de deuda que emiten las empresas o el gobierno con la finalidad de obtener financiamiento a corto o largo plazo y de esta manera poder calzar sus necesidades o emprender nuevos proyectos. A cambio los compradores o inversionistas reciben un pago de intereses, el cual puede tener diferentes modalidades según las características del instrumento adquirido.

1.3.1 Tipos de bonos

Los bonos pueden emitirse bajo oferta pública dirigida a personas naturales o jurídicas, también puede ser dirigido a un público específico de inversionistas como oferta privada. Asimismo, si el bono se emite por primera vez en el mercado se denomina emisión primaria y de realizarse transferencias o renegociaciones se denominan emisiones secundarias.

Los tipos de bonos negociados en el mercado de valores son:

- a) Los bonos amortizables. Son aquellos en los que se recibe parte del capital o valor nominal en los pagos de cupones⁴; de esta manera, el inversionista se asegura en reducir el riesgo de que, al vencimiento, el emisor incumpla con pagar todo el valor nominal.
- b) Los bonos bullet: Son aquellos que pagan la suma principal más los intereses correspondientes a la fecha de vencimiento del bono.
- c) Los bonos cupón cero: Son aquellos que no pagan cupones hasta el vencimiento.
- d) Los bonos con cupón diferido: Son aquellos que suspenden el pago de los intereses a otro periodo.

En el Perú, la emisión de bonos está normada por la Ley del Mercado de Valores⁵ y la Ley General de Sociedades⁶.

1.3.2 Marco Regulatorio

Entre los principales objetivos de la Ley del Mercado de Valores se encuentran la protección al inversionista, con mayor enfoque en el inversionista minoritario; para ello, se contemplan mecanismos que permiten solucionar conflictos (entre la SMV⁷ y la BVL, las SAB y los inversionistas) relacionados con el ámbito del mercado. La estructura legal y regulatoria del mercado de valores peruano se encuentra definida en la Ley de Mercado de Valores, D.L. N° 861, que entró en vigencia en diciembre de 1996, contiene 13 capítulos y 365 artículos. Los

⁴ Los cupones se refiere al pago de intereses que se devengan del valor nominal del bono. "Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú," Mendiola Alfredo, Universidad ESAN 2014

⁵ La Ley del Mercado de Valores (LMV), Decreto Legislativo N.º 861.

⁶ Ley General de Sociedades -Ley 26887, Artículos 304 al 322

⁷ SMV Superintendencia de Mercado de Valores, BLV Bolsa de Valores de Lima, SAB Sociedad Agente de Bolsa.

participantes son los emisores, los intermediarios, así como los facilitadores y los inversionistas.

La finalidad de la Ley de Mercado de Valores es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, además regula las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores, los valores de oferta pública, los agentes de intermediación, las bolsas de valores, las instituciones de compensación y liquidación de valores, las sociedades tituladoras, los fondos mutuos de inversión en valores, los fondos de inversión y, en general, los demás participantes en el mercado de valores, así como el organismo de supervisión y control, siempre y cuando dichos valores se oferten o negocien dentro del territorio nacional. El Registro Público del Mercado de Valores tiene como finalidad poner a disposición del público la información que los inversionistas requieren para tomar decisiones y lograr la transparencia en el mercado⁸

En el siguiente cuadro se detallan los requisitos a cumplir de acuerdo a cada etapa para la emisión de títulos valores.

Cuadro: Pasos para la emisión de títulos valores en el Mercado de Valores

Estructuración	Se Inicia una etapa de preparación (Interna)
	Elaboración de documentos legales básicos: Prospectos y Contratos
	Preparación requisitos.
	Contratación de servicios de otras personas jurídicas.
Inscripción	Inscripción de: Valores y/o Programas de Emisión.
	Registro de: Prospecto informativo, o Prospecto Marco.
Colocación	Publicación de: Oferta pública, Road show, Aviso en diario
	Colocación (subasta): Emisión de valores.
	Envío de resultados de la emisión a la SMV, BVL, Superintendencia de Banca y Seguros
Mantenimiento de Oferta	Se realizan los pagos de contribuciones y gastos por el mantenimiento de la oferta
	Envío de información financiera y de gestión a la SMV
	Pago a las clasificadoras de riesgo, para que continúen evaluando al emisor

Fuente: SMV-BCI Elaboración Propia

Además, las empresas están obligadas a presentar sus hechos de importancia de forma veraz, suficiente y oportuna, al igual que sus estados financieros (trimestrales) y memoria anual (a más tardar al día hábil siguiente de haber sido aprobada por el órgano

⁸ En el capítulo II de la LMV, artículos del 17 al 27 de dicha ley, se describen los pasos y temas relacionados con la inscripción en el registro

correspondiente, siendo el plazo límite para su presentación el 15 de abril de cada año), según lo señala la SMV.

1.3.3 El Mercado Alternativo de Valores en el Perú

En el Perú se estableció por iniciativa de la SMV y la BVL la creación del MAV⁹ (Mercado Alternativo de Valores), cuyo reglamento se encuentra aprobado en la Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01, bajo esta modalidad se ofertan valores representativos de capital social, instrumentos de corto plazo y bonos en el mercado primario y secundario.

Este mercado fue creado para poder captar e incentivar la participación de un mayor número de empresas en el Mercado de Valores, y de esta manera dinamizar e incrementar el volumen de instrumentos financieros que se negocian en el mercado.

Uno de los principales objetivos de este sistema es que está orientado a la simplificación de procesos y la reducción de requisitos y costos de emisión en comparación con el mercado tradicional de valores. De esta manera se busca reducir las barreras de entrada para las empresas emisoras y así también fomentar un mercado con nuevas empresas que genere la suficiente confianza a los organismos supervisores y a los potenciales inversionistas.

Las principales características del MAV son:

- a) Menos requisitos de información y trámites administrativos pre operativos
- b) Obligación de presentar los principios de buen gobierno corporativo en la memoria anual.

Según lo establece el propio reglamento, el MAV es un segmento del mercado de valores creado para la realización de ofertas públicas primarias y secundarias de acciones

⁹ Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01, Artículos del 1 al 4

representativas de capital social y valores representativos de deuda. Esto se aplica para las empresas que cumplan las siguientes condiciones:

- a) Estar domiciliada en el Perú y encontrarse operando en el país durante los últimos tres años.
- b) Sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios en los últimos tres años, no deben exceder de 200 millones de nuevos soles o su equivalente en dólares estadounidenses.
- c) No tener ni haber tenido valores inscritos en el registro o admitidos a negociación en algún Mercado de Valores administrado por las bolsas u organizados extranjeros.

El MAV exige, en comparación con el régimen general, un número menor de requisitos, así como en cuanto a las obligaciones correspondientes a la presentación de información^{10y11}.

A continuación se detallan las principales características comparativas entre el mercado tradicional y el mercado alternativo de valores:

¹⁰ Según el artículo 280 de la LMV, las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deberán contratar los servicios de por lo menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores, lo que se denomina en la doctrina como clasificación obligatoria.

¹¹ La realización de una oferta pública de venta de valores en Perú por parte de una empresa, debe cumplir determinados requisitos establecidos en el artículo 54 de la LMV. Para la inscripción de un valor que será objeto de oferta pública primaria en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), el emisor deberá presentar a CONASEV lo siguiente: comunicación del representante legal de emisor a CONASEV, documentos referentes al acuerdo de emisión, el proyecto de prospecto

Cuadro: Comparativo entre el Mercado General y el MAV

Mercado General	Mercado Alternativo de Valores
Obligaciones de información	Menores obligaciones de información
EE.FF. Auditados conforme las NIIF	EE.FF. Auditados conforme las NIIF (2° año)
EE.FF intermedios trimestrales	EE.FF intermedios semestrales
Cumplimiento de los PBGC	Cumplimiento de los PBGC (3er año)
Aviso de oferta pública – Diario	Aviso de oferta pública – Pág. web SMV
Estructuración	Ahorro en el proceso de estructuración
Dos (2) clasificadoras de riesgo	Una (1) clasificadora de riesgo
Elevar a escritura pública los contratos de emisión	
Plazos de Inscripción de Valores	Menores plazos y celeridad en inscripción de valores
Treinta (30) días Tarifas	Quince (15) días
	Menores Tarifas
Contribución a la SMV por OPP 100%	Contribución a la SMV por OPP - 50%
Contribución a la SMV por OPS 100%	Contribución a la SMV por OPS - 50%

Fuente: SMV-BCRP

Elaboración Propia

Como se verifica en el cuadro anterior, se exige solo una clasificadora de riesgos, además existe una reducción en los costos de inscripción. Para mayor detalle, se indican los costos promedios que se generan por la inscripción de una empresa en el MAV:

Cuadro: Costos de Emision de valores en el MAV

Ingreso al Mercado	Monto y/o Comision
Estructuración	S/. 79,013
Costo de Clasificacion de Riesgo (01)	S/. 29,736
Costo de Clasificacion Anual	S/. 24,733
Due diligence legal	S/. 38,350
BVL Inscripción (% del monto colocado)*	0.019%
CAVALI: Inscripción (tarifa fija)	S/. 330
Inscripción SMV*	S/. 1,918
Kit Digital único pago (MVNet)	S/. 660
Comisiones por Colocacion de la Oferta	Monto y/o Comision
Comisión BVL (por la venta)	S/. 10
Comisión Cavali (por la venta)	S/. 17
Comisión SMV (por la venta)	0.005%
IGV (de las comisiones a Cavali y BVL)	18%
Comisión de Colocación - SAB	0.40%
Gastos de Mantenimiento	Monto y/o Comision
BVL derecho de cotización* (Pago Mensual)	0.001%
CAVALI Mantenimiento Mensual (min. US\$ 100 máx. US\$ 3	0.001%
Contribución Mensual SMV Emisores	0.002%
MVNET Servicio (Pago Anual)	S/. 60

Fuente: SMV-BVL / Elaboracion Propia

* Comisiones según el MAV

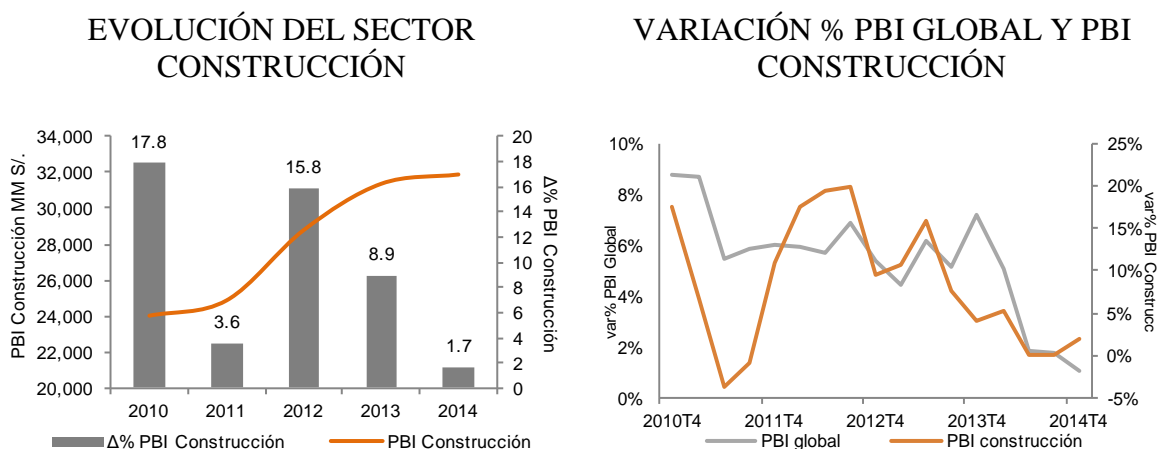
En la actualidad son 6 empresas las que han emitido bonos en el mercado, para verificar los beneficios obtenidos y las características de las emisiones realizadas, ver anexo 2.

1.4 Sector inmobiliario

1.4.1 Actividad económica

En el Perú, el PBI registró un crecimiento de 1.9% hasta junio del 2015, la cual es una tasa inferior al 4.8% registrada a junio del año anterior. Sin embargo, en los últimos cinco años el país muestra indicadores macroeconómicos sólidos; como por ejemplo, la reducción de la incidencia de la pobreza a 22.7% en el 2014 en comparación al año 2010 cuyo indicador era de 30.8%. Además, de acuerdo a los indicadores del sistema financiero, en los últimos dos años, los crédito hipotecarios se ha incrementado en un 14.3% hasta junio del 2015.

A continuación se observa la evolución del sector construcción además de la variación del PBI Global comparado con el PBI construcción.



Fuente: BCRP

En particular, el sector construcción representó un 6.8% del PBI, ligeramente menor al 6.9% exhibido en el año previo. El sector tuvo su mayor crecimiento en el 1T14 con un avance de 5.2%; caso contrario sucedió en los trimestres siguientes cuando con variaciones de 0.1%, 0.0% y 1.9% de crecimiento; así, el sector solo se expandió 1.7% en el año 2014. Este menor crecimiento radica en el retraso en la ejecución de proyectos de infraestructura pública en las regiones como consecuencia del proceso de toma de mandos de las nuevas autoridades

regionales y municipales. En una posición más favorable se puede hacer mención del incremento del consumo interno de cemento en 2.35% y en el avance físico de obras realizadas por el Gobierno Central en 0.10%. En lo que respecta a la construcción se estima que sea mayor el crecimiento de las obras públicas, debido a un mayor dinamismo de la inversión estatal.

1.4.2 Mercado Inmobiliario:

En referencia al sector inmobiliario local, este se vio afectado ligeramente por el deterioro de la economía peruana. A pesar de ello, según CAPECO¹² la demanda efectiva de viviendas continuó su crecimiento en 14 mil unidades, culminando en 458 mil unidades¹³. Este crecimiento es menor al observado en años anteriores, pero en línea al nuevo contexto local, es más sustentable.

Demanda efectiva de vivienda según precios

PRECIO DE LA VIVIENDA EN US\$	ESTRATO					TOTAL
	ALTO	MEDIO ALTO	MEDIO	MEDIO BAJO	BAJO	
	nº	nº	nº	nº	nº	
	HOGARES	HOGARES	HOGARES	HOGARES	HOGARES	
4 000 - 15 000	0	0	0	0	15 981	15 981
15 001 - 20 000	0	0	0	45 004	2 507	47 511
20 001 - 30 000	0	0	0	92 150	0	92 150
30 001 - 50 000	0	0	49 821	95 364	0	145 185
50 001 - 80 000	0	0	94 781	0	0	94 781
80 001 - 120 000	0	7 017	42 530	0	0	49 547
120 001 - 150 000	0	9 356	0	0	0	9 356
150 001 -200 000	854	2 924	0	0	0	3 778
Más de 200 000	427	0	0	0	0	427
TOTAL	1 281	19 297	187 132	232 518	18 488	458 716

Fuente: CAPECO: 20º Estudio de Mercado de Edificaciones Urbanas de Lima y Callao - 2015

¹² CAPECO: Cámara Peruana de la Construcción

¹³ CAPECO (Noviembre 2015) 20º Estudio de Mercado de Edificaciones Urbanas de Lima y Callao - 2015

Según el reporte del BBVA¹⁴, el soporte de este crecimiento se debe al incremento de la clase media y al aumento de las personas entre 30 y 50 años –grupo de personas que normalmente adquiere una vivienda. Respecto al costo de las viviendas, se evidenció que las personas prefieren domicilios menores a US\$40mil, seguido estructuras entre US\$40 y US\$80 mil. También, se reflejó que la demanda por viviendas entre US\$80 y US\$120 mil se redujo ocupando el tercer lugar de las preferencias. Por último, las viviendas superiores a US\$120 mil mostraron un crecimiento, denotando que la demanda por viviendas de mayores costos no fue afectada. Cabe indicar que la tendencia de la demanda también se sustenta en el incremento del límite para adquirir una solución habitacional bajo el programa de subsidio de Fondo MiVivienda, el cual pasó de 50 UITs a 70 UITs en setiembre 2012.

Comparativo precio por m2 oferta total de departamentos
2014 - 2015

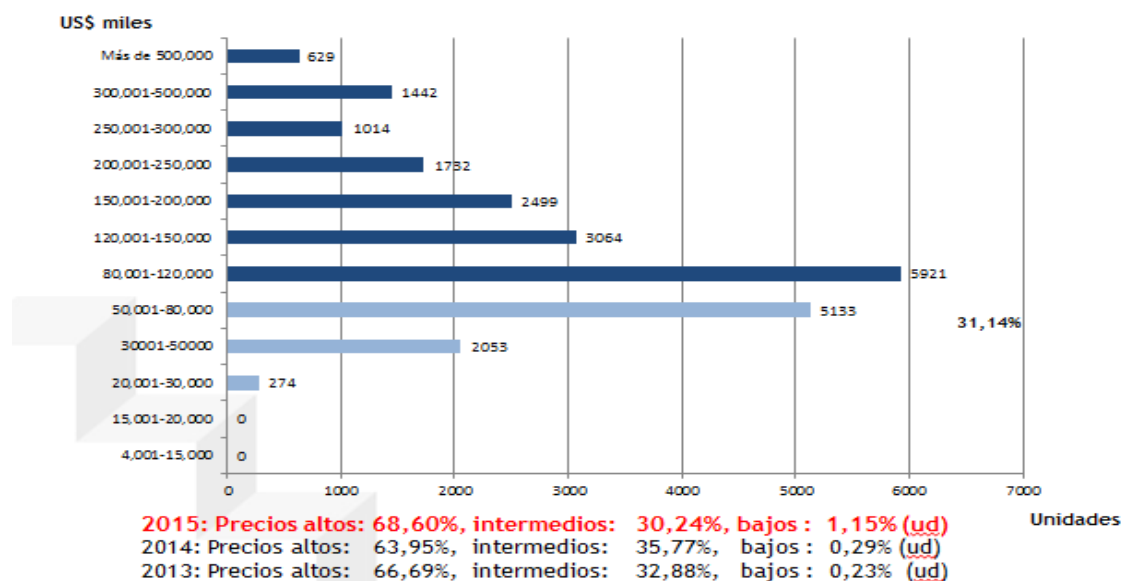
SECTOR URBANO	PRECIO POR M2 (S/.)	PRECIO POR M2 (S/.)	Variación (%)
	Año 2014	Año 2015	2014 - 2015
1. Lima Top	6356	6510	2,4
2. Lima Moderna	4503	4794	6,5
3. Lima Centro	3662	3948	7,8
4. Lima Este	2836	2952	4,1
5. Lima Norte	2548	2106	-17,3
6. Lima Sur	3035	3390	11,7
7. Callao	3380	3219	-4,8
TOTAL	4206	4623	9,9

Fuente: CAPECO: 20º Estudio de Mercado de Edificaciones Urbanas de Lima y Callao - 2015

Respecto a la oferta, esta ha respondido a la demanda reflejada en una mayor actividad edificadora orientada a la clase media y media-alta. Según CAPECO, la oferta de vivienda multifamiliar estuvo dirigida principalmente al NSE B (65%), seguido por la oferta al NSE AB (16%) y NSE C (10%). Por el lado de las ventas, en el año 2015 estas alcanzaron un total de 11,118 viviendas, representando una disminución en 34% respecto a las ventas acumuladas en el año anterior. Dicha disminución también se presentó en la velocidad promedio de ventas mensual, la cual pasó de 1,000 unidades por mes (2014) a 927 unidades por mes (2015).

¹⁴ BBVA (Marzo 2015) Perú: Situación Inmobiliaria 2014

Oferta de vivienda según precio de venta

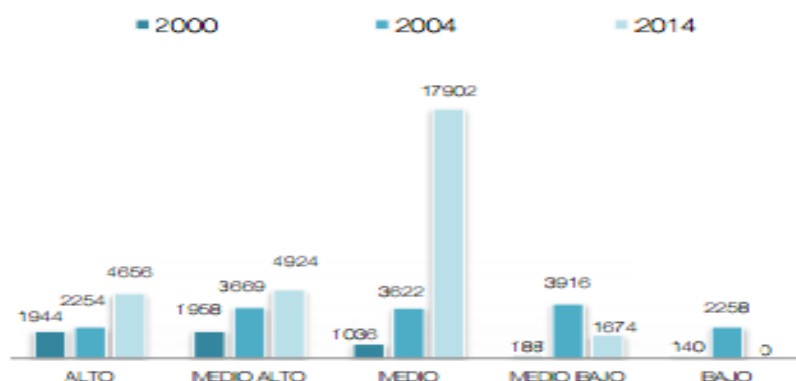


Fuente: CAPECO: 20º Estudio de Mercado de Edificaciones Urbanas de Lima y Callao – 2015

Según el censo de edificaciones que efectúa el Instituto de la Construcción y el Desarrollo (ICD) de CAPECO¹⁵ cada 3 meses, la oferta habitacional en Lima Metropolitana presentó desde el año 2012, un comportamiento diferente en función del estrato socio-económico al que se dirige. El gráfico inferior muestra que en los estratos altos, medio-altos y medios; se produjo un incremento sostenible de las unidades ofrecidas, siendo en el nivel medio en el que este comportamiento fue más pronunciado (la oferta creció diecisiete veces, entre el año 2000 y el 2014). En cambio, en los estratos medio-bajo y bajo, la oferta de vivienda presenta una notoria tendencia a la baja, desde un máximo de casi 6 300 viviendas en el 2004 –debido a que el año anterior se había puesto en marcha el programa Techo Propio- a menos de 1 700 en el 2014. Esta concentración de la oferta en los sectores socio-económicos de ingresos altos y medios a partir del año 2005, ha generado que la existencia de áreas y equipamientos comunes en los proyectos de mediana y gran dimensión, se constituya en un estándar, lo que ha generado que en este tipo de proyectos tales equipamientos ya no permiten diferenciar la oferta de cada inmobiliaria ni su presencia en un proyecto constituye una ventaja competitiva.

¹⁵ INFORME ECONÓMICO DE LA CONSTRUCCIÓN (2015) Edición Nº 5. En: CAPECO.

UNIDADES DE VIVIENDA EN OFERTA, SEGÚN ESTRATO SOCIO ECONÓMICO - LIMA METROPOLITANA 2000, 2004, 2014



Fuente: IEC de Capeco 2015

1.5 Metodología de la investigación

El presente estudio tiene un carácter descriptivo porque trabajará las variables relacionadas con la emisión de bonos vía el MAV durante el periodo actual para obtener su costo; así también la obtención del costo del financiamiento bancario, a través de su tasa y costos adicionales; contrastándolos para que nos permitan validar la hipótesis presentada.

1.5.1 Técnicas de recolección de datos

En la presente investigación se obtuvieron datos del SMV para obtener la curva de tasas de interés que se pagan a los inversionistas por bonos con riesgo tipo A¹⁶; además, se ha obtenido información de “Casa Propia” sobre la tasa de interés que se genera por un crédito promotor; asimismo, se ha realizado el cálculo de las tasas de costos adicionales por cada alternativa para realizar la comparación y determinar cuál es la más conveniente.

1.5.2 Descripción del proceso de investigación

Para este trabajo, después de la presentación de la empresa y su naturaleza de los ingresos, se efectuará una comparación del costo de emisión de bonos y financiamiento bancario,

¹⁶ Los bonos en el mercado de capitales son calificados para informar al inversionista sobre la capacidad crediticia de una empresa y el riesgo de no pago de capital e intereses.

para determinar la TIR (Tasa interna de Rendimiento) más beneficiosa y las mejores condiciones de endeudamiento. Se ha optado realizar la evaluación con este método debido a que permite hallar una tasa de costo igualando las condiciones de las alternativas de financiamiento para que el valor presente neto sea cero “0”¹⁷.

Para realizar la primera emisión de bonos a través del MAV, es necesario determinar todos los costos en que se incurrirán en esta primera emisión y sus costos de estructuración.

Hallados estos costos iniciales, utilizaremos el bono tipo bullet con pagos anuales, cuya corrida se hará en un cuadro de financiamiento y flujo de caja de egresos a 3 años. De igual manera se realizará para el financiamiento bancario, considerando el mismo tiempo de evaluación, aplicando la tasa de interés referencial del mercado y adicionando los costos de estructuración para ambas alternativas; se añadirá a su vez el escudo tributario como beneficio para la empresa.

Finalmente, obtendremos la TIR (Tasa Interna de Retorno), para determinar la mejor opción financiera entre el préstamo bancario que nos puede dar una entidad financiera, y el financiamiento a través del MAV con su emisión de Bonos.

¹⁷ Cfr. Ross 2012:173

Capítulo 2. Presentación Del Caso

2.1 Aspectos Fundamentales

Con la finalidad de enmarcar el trabajo de investigación se ha analizado a una empresa del sector inmobiliario, la cual fue constituida en 1999 e inició operaciones el mismo año; se dedica a la actividad inmobiliaria, principalmente a la compra de terrenos, diseño, administración, venta y post venta de unidades inmobiliarias. Asimismo, integra el Comité de Promotores de Vivienda de CAPECO y es socio de la Asociación de Empresas Inmobiliarias del Perú (ASEI).

La empresa cuenta con amplia experiencia en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, lo cual se refleja en los 14 proyectos residenciales culminados desde el inicio de sus operaciones; estos se ubican en distritos de Lima como Miraflores, Jesús María, San Isidro, Lince, Breña y Barranco y se encuentran dirigidos principalmente a los sectores económicos AB y B. A la fecha, dichos proyectos están totalmente entregados e independizados. Adicionalmente, mantiene 5 proyectos residenciales en curso con fechas de entrega estimadas que oscilan entre los años 2016y 2017.

Asimismo, se desenvuelve en el mercado de oficinas, cuyo primer edificio está ubicado en Surco bajo el nombre de Proyecto Z, entregado al 100%. El segundo desarrollo de un edificio de oficinas (Proyecto 6) se ubica en el distrito de San Isidro que tuvo como fecha final de colocación en junio 2015.

Acerca de los proyectos futuros a desarrollar, la empresa tiene en cartera proyectos dirigidos hacia el NSE B en los distritos de San Miguel y Jesús María, los cuales serían de mediana envergadura. Asimismo, en el distrito de Jesús María estaría evaluando la posibilidad de desarrollar un proyecto con destino comercial y financiero.

BACKLOG –La empresa a ABRIL 2015 (10 últimos proyectos)

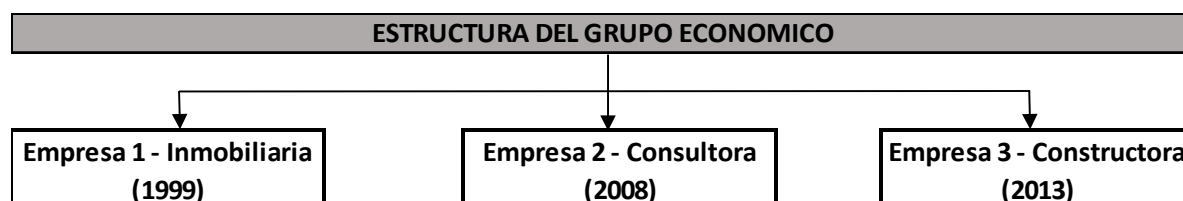
PROYECTO	UBICACIÓN	TIPO	# DEP /OF	AÑOS DE EJECUCIÓN	VENTAS PROM (UNID/MES)	PRECIO PROMEDIO (S/.)	INVERSIÓN S/. MM	AVANCE VTAS (%)	STATUS
Proyecto 1	Lince	Residencial	85	2009-2010	4	221,251	17.29	100%	Finalizado
Proyecto 2	Breña	Residencial	71	2010-2011	4	158,000	9.05	100%	Finalizado
Proyecto 3	San Isidro	Residencial	28	2011-2011	3	293,500	7.05	100%	Finalizado
Proyecto 4	Barranco	Residencial	208	2011-2014	6	235,000	33.89	100%	Finalizado
Proyecto 5	Cdo de Lima	Residencial	63	2013-2014	3	325,182	15.43	99%	Finalizado
Proyecto 6	San Isidro	Oficinas	9	2013-2014	1	1,398,420	12.61	100%	Finalizado
Proyecto 7	Pueblo Libre	Residencial	96	2013-2014	4	269,790	19.61	92%	Finalizado
Proyecto 8	Barranco	Residencial	31	2013-2014	2	353,000	10.05	100%	Finalizado
Proyecto 9	Chiclayo	Residencial	343	abr14-2017	2	193,600	59.31	13%	Preventa 2° etapa
Proyecto 10*	Barranco	Residencial	310	oct15-2017	3	330,000	95.19	8%	Preventa

*Proyectos en curso

Fuente: “ Propia” / Elaboración: Propia

2.2 Grupo Económico

La empresa inmobiliaria que hemos denominado Casa Propia en análisis, forma parte de un consorcio conformado por otras dos empresas, las cuáles son independientes pero a la vez complementarias dado que buscan sinergias en sus operaciones, abarcando toda la cadena de valor del mercado inmobiliario.



Fuente: Casa propia S.A. / Elaboración: Propia

La empresa consultora fue creada en el año 2008 y se dedica a la asesoría y desarrollo de proyectos de inversión inmobiliario. Su experiencia se concentra tanto en proyectos de vivienda multifamiliar como de oficinas, sumando a la fecha más de 130 proyectos de vivienda diseñados en distintos distritos de Lima y provincias. Esta empresa ofrece especialización en sus trabajos de diseño que le permite aplicar estándares de funcionalidad, economía constructiva, estética y criterios de marketing para asegurar el éxito del proyecto. Entre sus servicios realizan estudios de factibilidad y Proyectos Arquitectónicos completos a empresas promotoras, inmobiliarias, constructoras, entidades financieras y personas naturales.

La empresa constructora fue creada en el 2013, se especializa en la construcción de proyectos de vivienda multifamiliar, edificios de oficinas e infraestructura educativa y comercial. Tiene como objetivo corporativo alcanzar la calidad y cumplimiento de plazos en los proyectos que ejecuta, teniendo como uno de sus pilares la seguridad de obra. Sus servicios de construcción son prestados a “Casa Propia” y otras empresas inmobiliarias/promotoras.

En el año 2012, el Grupo obtuvo la certificación ISO 9001 en sus procesos de construcción, venta y post-venta inmobiliaria, posicionándose como una de las pocas empresas en el mercado que cuentan con dicha certificación en tres procesos de relevancia en la cadena de valor del negocio inmobiliario.

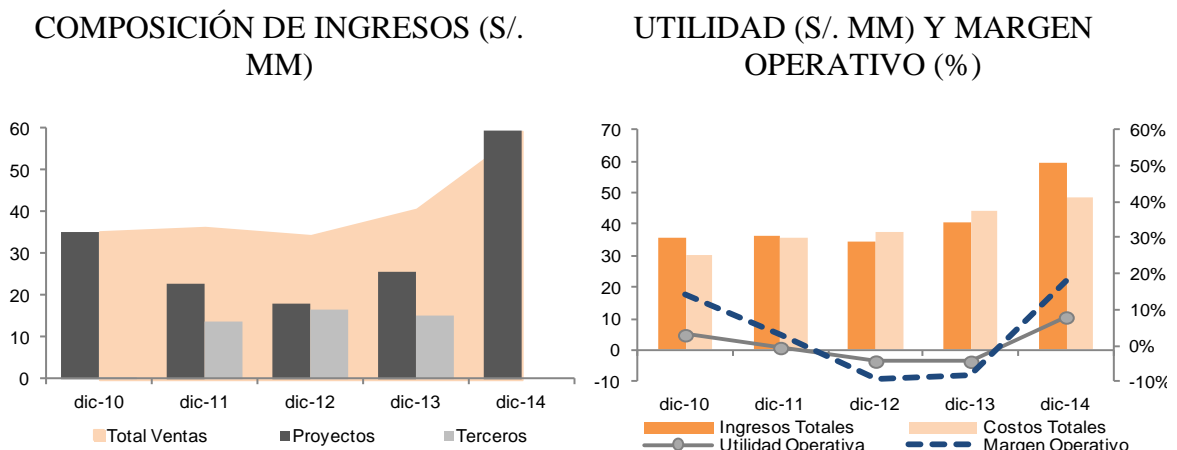
2.3 Eficiencia Operativa

Desde el año 2010, las ventas de la empresa han presentado una tendencia creciente, alcanzando un avance promedio interanual de 15.29%. Este comportamiento estuvo guiado por el dinamismo del sector y la demanda de viviendas, lo cual se ha reflejado en el mayor número de proyectos desarrollados por la empresa en los últimos años. Asimismo, influye la incursión de la empresa en el mercado de edificios de oficinas, diversificando su oferta e ingresos, dado que algunas unidades quedaron bajo propiedad de la empresa significando un flujo fijo de ingresos mensuales.

Hasta el año 2013, La empresa inmobiliaria percibía ingresos derivados de dos rubros siendo estos: (i) los ingresos de proyectos propios, en particular, sobre la venta de los inmuebles de los diferentes desarrollos inmobiliarios en los que la empresa participa como promotor e (ii) ingresos por servicios de construcción a terceros los cuales, a partir del 2013, pasan a ser considerados ingresos de la empresa constructora con la separación de actividad económica. Así, para el cierre del año 2014, los ingresos por proyectos propios de la empresa inmobiliaria representaron el 100% del total, mientras que al cierre del año 2013 participaban del 62.81%. Bajo esta reestructuración, la empresa está encargada de la promoción de sus proyectos y los procesos de post venta, mientras que terceriza la construcción de los mismos con la empresa constructora relacionada.

Al cierre del 2014, los ingresos de la empresa ascendieron a S/. 59.47MM contra S/.25.67MM (diciembre 2013) referente al cierre del año anterior, esto se debió al incremento de proyectos propios en línea con el reconocimiento de flujos de nuevos proyectos entre los cuales se encuentran los proyectos Proyecto 5, Proyecto 7, Proyecto 8 y Proyecto 9. A diciembre 2014, los dos primeros proyectos mencionados estaban entregados casi en su totalidad, por lo que se espera menores ingresos sobre estos para el año 2015.

En referencia a los ingresos por la venta de proyectos propios, el reconocimiento se realiza una vez que: i) en el ejercicio evaluado se han transferido los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad mediante el acta de entrega, ii) la empresa no conserva para sí misma ninguna implicancia en la gestión ni control sobre los bienes entregados, iii) los beneficios económicos relacionados a la transacción fluirán a la empresa, iv) la terminación de la transacción, en la fecha del estado de situación financiera se cuantifica confiablemente, y v) si los costos incurridos en la prestación así como los que quedan por incurrir puedan cuantificarse confiablemente. Lo indicado denota que la evolución de los ingresos de la empresa no solo depende de la cantidad de proyectos desarrollados y en desarrollo, sino también en la confirmación de venta de estos, junto con los desembolsos hechos por los compradores y/o entidades bancarias sobre las unidades inmobiliarias adquiridas.



Fuente: Casa Propia / Elaboración: Propia

Fuente: Casa Propia / Elaboración: Propia

En vista a la evolución de los ingresos, los costos de ventas experimentaron un aumento en 16.24% (S/. 5.47MM vs diciembre 2013) impulsados por el Proyecto 7, Proyecto 5 y

Proyecto 8. Asimismo, se verifica una variación moderada en el nivel de costos a causa de la extinción de los egresos asociados al servicio de construcción a terceros, el cual durante el año 2013 presentó costos por S/. 18.04MM.

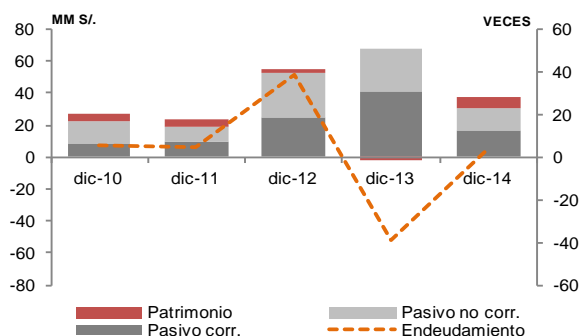
Asimismo, Hay una mejora en la utilidad operativa de -S/. 3.34MM (diciembre 2013) a S/. 10.76MM (diciembre 2014), obteniendo un margen operativo de 18.09% (diciembre 2013: -8.18%), explicado por la evolución de los ingresos alcanzados, así como por los menores gastos de ventas (-5.72%) y gastos administrativos (-10.02%). En referencia a los primeros, su comportamiento va en relación a la disminución de los gastos por servicios de terceros (-S/.0.32MM), que a su vez corresponden a menores gastos de publicidad en el lanzamiento de proyectos, que sin embargo fue parcialmente compensado con mayores gastos relacionados al periodo de post-venta de los proyectos entregados. Por su parte, los gastos administrativos experimentaron una variación negativa de S/. 0.75MM a consecuencia, principalmente, del menor gasto por cargas de personal (-18.92%) en línea con la asignación de los gastos generales de los proyectos Proyecto 9 y Proyecto 10, de acuerdo a los contratos de asociación en participación que mantiene con fondos de inversión.

En ese sentido, el EBITDA al cierre del 2014 pasó de -S/. 2.86MM (diciembre 2013) a S/.11.26MM (diciembre 2014), explicado tanto por la reversión del resultado operativo, como por el incremento de los gastos por depreciación principalmente de los edificios, maquinaria y equipos y unidades de transporte de propiedad de la empresa (+4.31%).

2.4 Solvencia

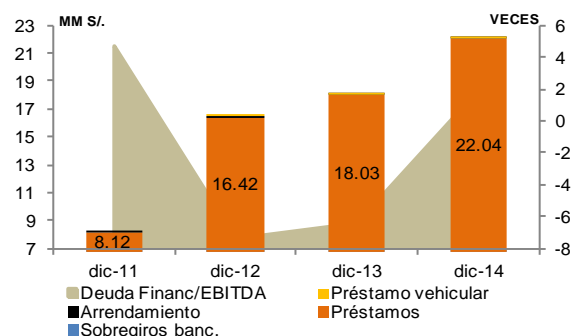
El pasivo total de la empresa es el 88.21% del total de fondeo, sumando S/.58.14MM al cierre del 2014, valor mayor comparado con diciembre del 2013 (-S/. 26.46MM, -31.28%). Lo que indica una estructura predominantemente de largo plazo (67.00% del total de pasivos, 59.10% del total de fondeo), cuyo principal componente son las cuentas por cobrar a relacionadas, las cuales son los aportes de los fondos de inversión que se dan como socios en algunos de los proyectos inmobiliarios en proceso.

PASIVO, PATRIMONIO TOTAL Y ENDEUDAMIENTO



Fuente: “Casa Propia” / Elaboración: Propia

COMPOSICIÓN DE DEUDA FINANCIERA Y COBERTURA



Fuente: “Casa Propia” / Elaboración: Propia

El pasivo no corriente registró un retroceso debido a la evolución de los “anticipos a clientes”, los cuales terminaron en S/. 2.67MM (diciembre 2013: S/.25.51MM). Dicho monto corresponde a los anticipos recibidos por parte de los clientes (personas que compraron unidades inmobiliarias), que comprende el pago de arras y/o cuotas iniciales, y que son asumidos por la empresa en el momento de firma de suscripción de los contratos de venta de inmuebles ya que al no ser independizados, el compromiso tiene que ser asumido por la empresa. Así, la disminución en S/. 22.84MM de los anticipos obedece al cambio en la cartera de proyectos en proceso para los años 2014 versus el 2013.

La deuda financiera total a diciembre 2014 fue de S/. 22.06MM significando un incremento en 21.97% (+S/. 3.97MM) frente a lo registrado a diciembre 2013. Para el periodo comprendido entre los años 2010 al 2013, la deuda financiera mantenía una naturaleza predominantemente de corto plazo, debido a los préstamos de corto plazo que utilizó la empresa ligado al desarrollo de sus proyectos; sin embargo, para el cierre del año 2014 se observa una mayor proporción de deuda de largo plazo cuya participación pasó de 2.95% (2013) a 46.93% en la deuda financiera total. El incremento de la parte no corriente de la deuda financiera (+S/. 9.82MM) está asociada a la adquisición de dos préstamos de largo plazo con el Banco de Crédito, los cuales ascendieron a S/. 3.42MM y S/. 6.69MM al cierre del 2014, con tasas de interés anual de 10% y 9.78%, respectivamente. Estos préstamos están garantizados con las hipotecas otorgadas sobre los terrenos de los proyectos 9 (USD 8.04MM) y 10 (USD 6.77MM). Con dichos indicadores se verifica que la empresa si tiene una concentración de deuda financiera que se ha identificado como un

problema ya que no existe diversificación de fuentes de financiamiento para diversificar el riesgo de no pago.

En relación a las obligaciones financieras a diciembre 2014, el ratio de cobertura del servicio anual de deuda (RCSD) se situó en 1.94 veces comparado a diciembre 2013 (-0.43 veces), mejora que fue explicada por lo general en la reversión en la generación (EBITDA) de la empresa. Este último también impactó positivamente el ratio Deuda financiera/EBITDA que terminó en 1.96 veces en comparación con diciembre 2013 (-6.44 veces), la lectura de este ratio es de los mejores en el análisis.

Por otro lado, el patrimonio de la empresa, muestra un comportamiento mixto desde el 2010, ligado a los resultados netos de cada periodo impactando, a los resultados acumulados de la empresa. Por consiguiente, para el cierre del 2013, se obtuvo un patrimonio negativo de -S/. 1.73MM debido a los resultados acumulados negativos que superaron el capital social y reserva legal que mantenía la empresa. Para el cierre del año 2014 se logró revertir el resultado neto del periodo y, en consecuencia también el resultado acumulado, determinando así un patrimonio ascendente a S/. 7.77MM. Cabe mencionar que a diciembre 2014, el patrimonio considera un excedente de revaluación por S/. 0.88MM.

En referencia al apalancamiento, la empresa ha mostrado históricamente un nivel relativamente alto a causa del desarrollo de sus proyectos. No obstante, para los años 2013 y 2014 también se considera dentro del pasivo las cuentas por pagar a los fondos de inversión con quienes participa en el desarrollo de algunos de los proyectos (asociación en participación); separadamente del patrimonio de la empresa, el pasivo total puede ser ajustado de dichas cuentas por pagar. Por lo tanto, el endeudamiento patrimonial ajustado¹⁸ de la empresa pasó de -48.92 veces (diciembre 2013) a 3.87 veces (diciembre 2014), que proviene de la mejora en términos de generación de la inmobiliaria.

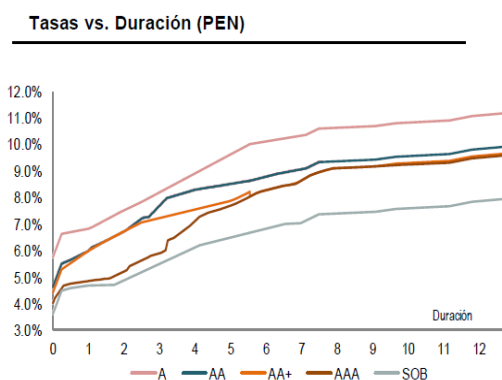
¹⁸ Endeudamiento patrimonial ajustado = (Pasivo Total – CxP a fondos de inversión)/Patrimonio

Capítulo 3: Análisis e Interpretación Del Caso

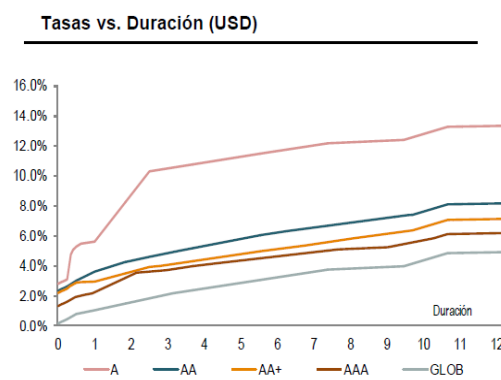
Con la finalidad de comprobar si es conveniente el financiamiento con la emisión de bonos, identificaremos la situación actual de la empresa y el mercado.

- Monto a financiarse: El valor total a financiarse es de S/. 4 millones por emisión, el cual permitirá llevar a cabo un nuevo proyecto de inversión planificado para el 2016.
- Clasificación de riesgo¹⁹: La clasificadora de riesgo que ha evaluado a la empresa analizada es PCR y el valor obtenido ha sido de A.
- Costos por la emisión del bono: En el caso de la empresa analizada, el total de los gastos incurridos que no incluye la tasa de interés nominal del cupón que se paga por el bono es de S/. 158 940.77.
- Tasa de Interés: Con la finalidad de calcular la tasa de interés a pagar por los cupones se tomará como referencia la tasa de mercado (tasa que pagó una empresa similar al rubro o el promedio del rubro) del 7.5% en soles, según Credicorp Capital.

Mercado Corporativo



Fuente: Proveedor Integral de Precios del Perú



Fuente: Proveedor Integral de Precios del Perú

¹⁹ La Superintendencia del Mercado de Valores define a la clasificación de riesgo como una opinión independiente respecto al nivel de riesgo relativo de un valor de la persona jurídica y tiene por propósito contribuir a la transparencia del mercado sirviendo como herramienta adicional en el análisis de la información disponible en el mercado por parte de sus participantes.

e) TIR: Se ha efectuado una corrida financiera, con todos los supuestos anteriormente expuestos, y nos da una TIR ventajosa para la primera emisión de 6.883%.

3.1 Financiamiento bancario

De acuerdo con la información disponible para este tipo de productos financieros así como las tasas y condiciones que ofrece una empresa del sector financiero peruano nos permitió elaborar un cronograma del crédito así como el flujo de caja que generaría el pago de intereses y capital hasta el final del crédito.

Se ha obtenido y aplicado en los cuadros mostrados, la información referente a la tasa que actualmente usa el banco para este tipo de operaciones (TEA de 10%), Asimismo se ha aplicado una columna adicional donde también se incluyen como costo los gastos pre operativos, las comisiones y gastos regulares que aplican las entidades financieras para este tipo de créditos.

Los costos, gastos, comisiones e intereses están sujetos al escudo fiscal. Para tal caso se está considerando una tasa flat de IR de 28% hasta el vencimiento del pago de la deuda bancaria y el proyecto inmobiliario.

De esta manera y dado que nuestro proyecto de inversión inmobiliaria tiene un tempo de vida de 3 años, el flujo y cronograma de pago también se han prolongado hasta los 36 meses a fin de calzar adecuadamente con el flujo del proyecto.

El resultado obtenido nos muestra una TIR de 9.60%. Lo cual nos da una idea clara del costo real de financiar un proyecto inmobiliario a través de un préstamo bancario.

Crédito promotor: Financiamiento bancario (clásico para el sector inmobiliario)

Préstamo	4,000,000		Gastos Operativos y	Monto (En \$/.)	
TEA	10.00%		3%	120,000	U
TEM	0.80%		Comision Carta Fianza	15,000	U
Años	3.00		Costos Iniciales	4,300	U
Nº de Cuotas por financiar	36		Informe de Avance de Obra	1,071	
Cuota			Seguro	1,500	

Préstamo							
Periodo	Saldo	Amortización	Interés	Cuota	Gastos Pre-Operativos	Escudo Financiero	Cuota Incluido Escudo
0					140,800	39,424	(3,859,200)
1	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
2	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
3	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
4	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
5	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
6	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
7	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
8	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
9	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
10	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
11	4,000,000		31,897	31,897	1,071	9,231	23,737
12	4,000,000	160,000	31,897	191,897	2,571	9,651	184,817
13	3,840,000	160,000	30,621	190,621	1,071	8,874	182,818
14	3,680,000	160,000	29,345	189,345	1,071	8,516	181,899
15	3,520,000	160,000	28,069	188,069	1,071	8,159	180,981
16	3,360,000	160,000	26,793	186,793	1,071	7,802	180,062
17	3,200,000	160,000	25,517	185,517	1,071	7,445	179,144
18	3,040,000	160,000	24,241	184,241	1,071	7,087	178,225
19	2,880,000	160,000	22,966	182,966	1,071	6,730	177,306
20	2,720,000	160,000	21,690	181,690	1,071	6,373	176,388
21	2,560,000	160,000	20,414	180,414	1,071	6,016	175,469
22	2,400,000	160,000	19,138	179,138	1,071	5,659	174,550
23	2,240,000	160,000	17,862	177,862	1,071	5,301	173,632
24	2,080,000	160,000	16,586	176,586	2,571	5,364	173,793
25	1,920,000	160,000	15,310	175,310	1,071	4,587	171,795
26	1,760,000	160,000	14,034	174,034	1,071	4,230	170,876
27	1,600,000	160,000	12,759	172,759	1,071	3,872	169,957
28	1,440,000	160,000	11,483	171,483	1,071	3,515	169,039
29	1,280,000	160,000	10,207	170,207	1,071	3,158	168,120
30	1,120,000	160,000	8,931	168,931	1,071	2,801	167,201
31	960,000	160,000	7,655	167,655	1,071	2,443	166,283
32	800,000	160,000	6,379	166,379	1,071	2,086	165,364
33	640,000	160,000	5,103	165,103	1,071	1,729	164,446
34	480,000	160,000	3,828	163,828	1,071	1,372	163,527
35	320,000	160,000	2,552	162,552	1,071	1,014	162,608
36	160,000	160,000	1,276	161,276	1,071	657	161,690
						TIR Mensual	0.77%
						TIR Anual	9.60%

CONCEPTO		Flujo Mensual de Prestamo para Proyecto Inmobiliario												TOTAL										
		nov-15 P1	dic-15 P2	ene-16 P3	feb-16 P4	mar-16 P5	abr-16 P6	may-16 P7	jun-16 P8	jul-16 P9	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17			
Deuda Banco (Ter)				4,000,000																				
Deuda Banco (Pro)				0																				
Saldo Principal		0	0	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	3,940,000	3,680,000	3,520,000	3,360,000	3,200,000	3,040,000	3,040,000			
Intereses		765,517		31,897	31,897	31,897	31,897	31,897	31,897	31,897	31,897	31,897	31,897	31,897	30,621	29,345	28,069	26,793	25,517	25,517	25,517			
Escudo Tributario		225,981		9,231	9,231	9,231	9,231	9,231	9,231	9,231	9,231	9,231	9,231	9,231	8,874	8,516	8,159	7,802	7,445	7,445	7,445			
Gasto Financiero		-539,537	0	0	-22,666	-22,666	-22,666	-22,666	-22,666	-22,666	-22,666	-22,666	-22,666	-22,666	-22,246	-21,747	-20,828	-19,910	-18,991	-18,073	-18,073			
jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19	feb-19	mar-19	abr-19	may-19	jun-19	TOTAL
-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-	-	-	-	-	0
2,880,000	2,720,000	2,560,000	2,400,000	2,240,000	2,080,000	1,920,000	1,760,000	1,600,000	1,440,000	1,280,000	1,120,000	960,000	800,000	640,000	480,000	320,000	160,000	-	-	-	-	-	-	0
24,241	22,966	21,690	20,414	19,138	17,862	16,586	15,310	14,034	12,759	11,483	10,207	8,931	7,655	6,379	5,103	3,828	2,552	1,276						765,517
7,087	6,730	6,373	6,016	5,659	5,301	4,944	4,587	4,230	3,872	3,515	3,158	2,801	2,443	2,086	1,729	1,372	1,014	657	-	-	-	-	-	225,981
-17,154	-16,235	-15,317	-14,398	-13,479	-12,561	-11,643	-10,724	-9,805	-8,886	-7,968	-7,049	-6,130	-5,212	-4,293	-3,375	-2,456	-1,537	-619	0	0	0	0	0	-539,537

3.2 Los costos de emisión pública para un bono en el Mercado Alternativo de Valores.

Además de la tasa con la que sale el bono y que se rige por las condiciones de mercado, existen otros costos y gastos en los que tiene que incurrir el emisor de los títulos valores. Estos costos se pueden agrupar dependiendo de la periodicidad o del tipo de pago. A continuación pasamos a resumir los gastos realizados para la emisión de Bonos:

Costos por Ingreso al Mercado: Son los costos en los que se tiene que incurrir cuando una empresa emite este tipo de instrumentos de deuda por primera vez, En algunos casos (Ejemplo: Clasificación de riesgo), se tiene que renovar anualmente mientras permanezca vigente la emisión, lo cual genera un costo anual constante, en otros casos los costos se realizan en función a la emisión de valores y otros (Ejemplo: Inscripción en SMV), se realizan por única vez y mientras la empresa permanezca en el mercado de Valores.

Costos por Colocación: Son comisiones establecidas con tasas fijas las cuales tienen una periodicidad establecida o en algunos casos están en función a la cantidad de emisiones.

Gastos de Mantenimiento: Estos gastos dependen del tiempo en el que estén vigentes los títulos valores, así como el monto que se emite, ya que en su mayoría son tasas fijas establecidas por los organismos reguladores autorizados en el Mercado de Valores.

Determinación de Costos para Emisión Publica

Tipo de Cambio S/. vs US\$ 3.3
 Moneda S/

Supuestos

Periodo Estimado de Largo Plazo		3.0	años
Monto del Programa US\$	S/.	20,000,000	
Tiempo en que se agota un programa		3.0	años
Monto Emitido	S/.	20,000,000	
Numero de operaciones		5	
Tasa de Corte		7.5%	Anual

Ingreso al Mercado

	Com. Unit.	S/.
Estructuración	\$24,692	79,013
Costo de Clasificación de Riesgo (Asumiendo 1)	\$8,000	29,736
Costo de Clasificación Anual	\$7,000	24,733
Due diligence legal	\$6,000	38,350
BVL Inscripción (% del monto colocado)*	0.019%	3,750
CAVALI: Inscripción (tarifa fija)	\$100	330
Inscripción SMV*	\$581	1,918
Kit Digital único pago (MVNet)	\$200.00	660
Total Costo por Ingreso al Mercado (por 1º vez)		178,490
Comisión BVL (por la venta)	S/. 10.00	50
Comisión Cavali (por la venta)	\$5.00	83
Comisión SMV (por la venta)	0.005%	1,000
IGV (de las comisiones a Cavali y BVL)	18.0%	204
Comisión de Colocación - SAB	0.40%	80,000
Total Costo Variable por Colocación		81,336

Gastos de Mantenimiento Anual

	Mensual	S/.
BVL derecho de cotización*	0.001%	2,400
CAVALI mantenimiento (min. US\$ 100 máx. US\$ 300)	0.0005%	1,200
Contribución Mensual SMV emisores	0.0018%	4,200
MVNET servicio (pago Anual)	S/. 5	60
Total Gastos de Mantenimiento por Emisión		7,860

* Comisiones según el MAV

Ver anexo 1 para consultar las definiciones de los conceptos indicados en el cuadro anterior.

Flujo de bono para el Proyecto de Inversión																									
Supuestos																									
Emisión de Bono S/ 4,000,000.00																									
Fecha de Emisión viernes, 01 de abril de 2016																									
Fecha Vencimiento lunes, 01 de abril de 2019																									
N° de Bonos 11																									
TIE Anual 7.50%																									
TIE Semestral 3.68%																									
Años 3																									
Gastos estructuración 2.95%																									
Gastos colocación 0.43%																									
Valor nominal Bono 4,000,000.00																									
Costo financiero de emisión de bonos																									
Periodo	Valor Nominal	Interés por cupón	Gastos por ingreso al mercado	Gastos de colocación	Gastos de Mito	Escudo Tributario	Flujo Final																		
0	4,000,000		118,024	17,336			(3,864,639)																		
1	4,000,000	300,000			7,860	84,000	223,860																		
2	4,000,000	300,000			7,860	84,000	223,860																		
3	4,000,000	300,000			7,860	84,000	4,223,860																		
							TIR Anual						6.883%												
							TIR Anual						6.883%												
Flujo Mensual de Bono para Proyecto Inmobiliario																									
CONCEPTO	oct-17	nov-17	dic-17	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19	feb-19	mar-19	abr-19	may-19	jun-19	jul-19			
Montto Emitido																									
Emisión																									
Vencimiento																									
Interés																									
Gastos x ingr.al mcdto																									
Gastos colocación																									
Gastos Mantenimiento																									
Total (Antes Escudo Tributario)																									
Escudo Tributario - Intereses																									
Escudo Tributario: Glos.Pre Oper.																									
Total (Después Escudo Tributario)																									
ago-17	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	TOTAL	

Financiamiento por emisión de bonos en el MAV:

De acuerdo con la información disponible para este tipo de productos financieros, así como las tasas y condiciones que ofrece una emisión de bonos en el mercado de valores (MAV) nos permitió elaborar un cronograma del crédito, así como el flujo de caja que generaría el pago de intereses y capital hasta el final del crédito.

Se ha aplicado una tasa (TEA de 7.5%), asimismo se han aplicado una columna adicional donde también se incluyen como costo los gastos pre operativos, las comisiones y gastos regulares correspondientes a este tipo de emisión. Los costos, gastos, comisiones e intereses están sujetos al escudo fiscal. De esta manera y dado que nuestro proyecto de inversión inmobiliaria tiene un tiempo de vida de 3 años, el flujo y cronograma de pago también se han prolongado hasta los 36 meses a fin de calzar adecuadamente con el flujo del proyecto.

El resultado obtenido nos muestra una TIR de 6.88%. Lo cual nos demuestra que la deuda obtenida a través de este mecanismo de financiamiento tiene un costo menor que el Financiamiento Bancario en 280 puntos básicos

Préstamo bancario	Emisión de Bonos
Monto: S/. 4 000 000	S/. 4 000 000
TEA: 10%	Tasa nominal cupón: 7.5%
Tiempo: 3 años	Tiempo: 3 años

TIR



TIR



Capítulo 4. Conclusiones y Recomendaciones

4.1 Conclusiones

Debido a que se ha incrementado la demanda de inmuebles para el sector B, y con ello los créditos hipotecarios por la aparición de nuevos sujetos de crédito con necesidades de financiamiento para una vivienda, sí será necesario contar con fondos que permitan el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios, en línea a la coyuntura de crecimiento económico del sector.

Existen otras fuentes de financiamiento, adicionales al crédito promotor, que tienen costos competitivos, como la emisión de bonos en el MAV, lo cual permite a la empresa diversificar las opciones de financiamiento y determinar qué fuente cuenta con menores costos y mejorar la eficiencia financiera.

Asimismo, el análisis del mercado ayuda a identificar condiciones para que el instrumento de deuda sea atractivo para las medianas empresas que quieran incursionar en la emisión de bonos.

De acuerdo al análisis realizado, se concluye que la diferencia de aproximadamente 2.72% en los costos del financiamiento bancario y la emisión de bonos en el MAV es viable y es conveniente tomar el financiamiento. Además, tener otra alternativa permitirá no depender tanto del financiamiento bancario, es decir tener líneas libres en los bancos para mejorar las condiciones de los préstamos.

4.2 Recomendaciones

La empresa debe tomar el financiamiento del MAV para hacer viable el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios, considerando la evolución de la demanda existente y la futura.

A futuro la empresa debe seguir buscando nuevas fuentes de financiamiento para obtener costos competitivos en el lanzamiento de nuevos proyectos inmobiliarios, incluidas las inversiones en el extranjero, evaluando su viabilidad.

Al ser la clasificación de riesgos uno de los indicadores importantes que influyen en el inversionista para adquirir bonos, la empresa debe constantemente trabajar en reducir las condiciones de riesgo para obtener una mejor calificación o compensar el riesgo con la emisión de garantías. Esto con la finalidad de que los títulos valores generen confianza en el inversionista y logren un alto índice de demanda. Con ello, se puede mejorar las tasas de financiamiento.

Asimismo, la empresa debe considerar que es importante la cantidad de emisiones que se realicen en el MAV. Por lo que se recomienda que las emisiones sean constantes, con la finalidad de que la permanencia contribuya con la confiabilidad que pueden tener los inversionistas en adquirir los bonos y, con ello, también influir en la disminución del costo de financiamiento (tasa de interés) como ya ha sucedido con la empresa Inversiones La Cruz (ver anexo 2).

Bibliografía

BENÍTEZ, Jesús; Coordinador de la carrera de Economía de la Universidad Privada del Norte (<http://blogs.upn.edu.pe/negocios/2015/09/17/microfinanzas-e-inclusion-financiera/>)

BOLSA DE VALORES DE LIMA (BVL) (2015) (<http://www.bvl.com.pe/mav/>) Sitio web oficial de la BVL; contiene información sobre el mercado alternativo de valores (consulta del 19 de Octubre del 2015)

BREALEY, Richard; MYERS, Stewart y ALLEN, Franklin (2010) Finanzas Corporativas. 9na ed. México, D.F.: Mc Graw – Hill / Interamericana Editores

CREDICORPCAPITAL (2015) Tasas de interés de Bonos Soberanos, p. 2. En: Reporte Semanal Renta Fija Perú

INFORME ECONÓMICO DE LA CONSTRUCCIÓN (2015) Edición N° 5. En: CAPECO.

MONGRUT, Samuel (2014) Metodología para la determinación del costo de oportunidad del capital en la evaluación de nuevos proyectos de inversión en condiciones de riesgo (Tesis para la licenciatura en Administración). Lima: Universidad del Pacífico.

MONTERO, Marilyn (2013) La emisión de bonos corporativos como medio de financiamiento para la ejecución de proyectos de inversión en la minería peruana: Volcán Compañía Minera S.A.A. (Tesis de Maestría en Contabilidad y Finanzas en Dirección Financiera). Lima: Universidad de San Martín de Porres.

REGISTRO CENTRAL DE VALORES Y LIQUIDACIONES (CAVALI) (2015) (<http://www.cavali.com.pe>). Sitio web oficial de CAVALI que contiene información acerca de las funciones que realiza la empresa en el mercado de valores (consulta del 22 de Octubre del 2015).

REVISTA LA CAMARA (2013) Mercado Alternativo de Valores: Oportunidad para emprendedores, pp. 11 y 12. En: La revista de la CCL, N° 609.

ROSS, Stephen; Westerfield, Randolph y Jaffe, Jeffrey (2012) Finanzas Corporativas. 9na ed. México D.F.: Mc Graw – Hill / Interamericana Editores.

SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP (SBS) (2015) (<http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/sistema-financiero/148/c-148>). Sitio Oficial de la SBS; contiene datos estadísticos sobre el sistema financiero (consultada el 19 de octubre del 2015)

XIX ESTUDIO: EL MERCADO DE EDIFICACIONES URBANAS EN LIMA METROPOLITANA Y EL CALLAO (2014). En: CAPECO.

Anexos

Anexo 1: Glosario Técnico en el MAV

Costo de estructuración SAB: Implica el pago que se realiza el intermediario del mercado de valores que permite la colocación de los bonos a emitirse. De acuerdo a lo investigado, este concepto es fijo independientemente del monto que se financie y negociado con el proveedor del servicio y la empresa que realizará la emisión.

Costo por el estudio de abogados: Son todos los costos en los que incurre la empresa para contar con un asesoramiento legal para la operación, esto con la finalidad de evitar contingencias económicas por incumplimiento del reglamento que regula el mercado de valores.

Costo de la clasificadora de riesgo: Es el costo al que se incurre por la evaluación de riesgo que es un requisito obligatorio para participar en el mercado.

Costos de Preparación de la Oferta Pública: Son aquellos a los que incurren las empresas al participar en el mercado de valores con la finalidad de atraer inversores.

Inscripción en SMV e Inscripción en BVL: Costos por la estar registrados en el mercador de valores.

Cavali (Registro Central de Valores y Liquidaciones)²⁰: Costos que se asumen para el registro de las transacciones realizadas en el mercado de valores.

Auditoría Interna: Servicio en el que un tercero autorizado expresa su opinión sobre los estados financieros de acuerdo a una revisión de la situación financiera y contable de la empresa. Estos gastos se incurren anualmente.

Representante de los Obligacionistas: Costos que asume la empresa para que los tenedores de los bonos emitidos sean representado y se mantengan informados sobre el cumplimiento de las obligaciones o comunicaciones importantes.

Comisión por estructuración de fideicomiso: Este costo es al inicio de la estructuración del fideicomiso (patrimonio autónomo) que se crea con la finalidad de garantizar el cumplimiento de las obligaciones.

Comisión por administración de fideicomiso: Este costo se puede pagar de forma mensual, semestral o anual y se negocia con el prestador del servicio.

²⁰ CAVALI: Es una empresa de sociedad anónima responsable de tener la trazabilidad sobre todas las operaciones que se realizan en el mercado de valores peruano. Asimismo, es responsable de administrar la liquidación de los valores que se tranzan y tiene el rol de ser agente retenedor de los impuestos a la renta que se generan por venta de valores mobiliarios.

Anexo 2: Empresas en el MAV

Éstas son las empresas que hasta la fecha se han financiado en el Mercado Alternativo de Valores (MAV):

1. Agroexportadora Chavín de Huántar: La Empresa Agroexportadora Chavín de Huántar, el 5 de abril del 2013 la SMV autorizó emitir hasta US\$ 2 millones en papeles comerciales en los próximos dos años. En setiembre realizó su octava colocación por un importe de US\$ 500,000.

2. A. Jaime Rojas Representaciones Generales S.A: Se dedica al equipamiento hospitalario, es la segunda pyme en ingresar a la Bolsa de Valores de Lima (BVL) a través del MAV, realizó una primera de colocación de US\$1 millón. Lo que representó el 28% de los S/.10 millones que están autorizados de emitir. Una segunda emisión de financiamiento es para el equipamiento de los hospitales de Ate con una emisión de S/.10 millones y de Cerro de Pasco por S/.15 millones.

3. Tritón Trading S.A.: Se dedicada a la comercialización de maquinaria y equipo para la industria portuaria, minera y construcción, es la tercera que incursiona en el MAV, luego de haber culminado el proceso de inscripción de su Programa de Instrumentos de Corto Plazo (ICP) hasta por un monto de US\$ 2 millones.

Tritón Trading colocó con éxito su primera emisión de acciones mediante oferta pública primaria el 26 de febrero, correspondiente a un financiamiento por 500,000 dólares en papeles comerciales, para esta operación contó con la participación de Kallpa Securities Sociedad Agente de Bolsa como estructurador y colocador. La tasa de rendimiento resultante de la colocación fue de 6% en dólares y el plazo de los papeles comerciales fue de 180 días.

4. Laboratorio Medrock Corporation: Es la cuarta empresa en ingresar al MAV, obtuvo la menor tasa en la historia de colocaciones del MAV por tener excelentes proyecciones de crecimiento, además de la seguridad que otorga a los requieren el instrumento.

Como se recuerda, Medrock Corporation ingresó al MAV el 31 de julio del 2014, y realizó su primera oferta pública por un importe de USD 1,000,000, que fueron colocados en su totalidad, con una demanda de 2.79 veces a una tasa de 3.7% con un plazo de 180 días.

Un mes después, realizó su segunda emisión por un importe de USD 1'000,000 que fueron colocados por 180 días, y generó una demanda de 2.77 veces a una tasa de 3.4%, tasa menor a la que obtuvo en su primera colocación (3.7%).

5. Edpyme Inversiones La Cruz: EDPYME Inversiones La Cruz S.A. es una empresa en base al negocio prendario, es la quinta empresa en ingresar al MAV en busca de financiamiento. Realizó emisiones por primera vez de papeles comerciales por un importe de S/. 7'000,000 ampliable hasta S/. 10'000,000, con una demanda de 1.22 veces a una tasa de 6.35% con un plazo 180 días. Es la primera vez que EDPYME Inversiones La Cruz participa en una colocación a través del MAV.

A junio de 2014, los ingresos financieros ascendieron a S/39.37 MM tras registrar un crecimiento de 10.10% (+S/3.61 MM) respecto al mismo periodo del año anterior. El margen neto, tanto en términos absolutos como relativos, disminuyó de S/5.64 MM a S/5.56 MM, y de 15.77% a 14.12% respectivamente.

6. Tekton Corp.: Es la primera empresa del sector inmobiliario y la sexta que ingresa al MAV. Se dedica a las actividades de gestión, diseño, construcción, comercialización y venta de departamentos.

Tekton Corp. emitirá Instrumentos de Corto Plazo por un total de US\$2.5 millones. El cual tendrá un impacto positivo en el perfil corporativo además de cumplir con la intención de acceder a fuentes adicionales de fondeo más competitivos y con mejores plazos. La primera emisión ha sido por US\$ 500,000 y fue colocado en su totalidad con una demanda de USD 738,000 (1.48 veces) a una tasa de 4.50% (Plazo 270 días). Según estadística de la

SBS, la tasa activa que se aplica a una empresa corporativa es de 2.75%, mientras que a una gran empresa es de 4.68%, lo cual otorga a TEKTON CORP una tasa competitiva en el mercado de capitales.