



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESCUELA DE AUDITORÍA**

***ANÁLISIS DE FACTORES QUE DETERMINAN EL SPREAD EN
COLOCACIÓN DE BONOS CORPORATIVOS EN CHILE, BAJO UN
ESCENARIO DE CRISIS FINANCIERA.***

**TESIS PARA OPTAR AL TÍTULO DE CONTADOR PÚBLICO
AUDITOR Y AL GRADO DE LICENCIADO EN SISTEMAS DE
INFORMACIÓN FINANCIERA Y CONTROL DE GESTIÓN**

Tesista:

Eduardo Salinas Cornejo

Profesor Guía:

Eric Salinas Mayne

Valparaíso, Septiembre 2013

Dedicatoria

Culminando una etapa importante en la malla curricular, como lo es la realización de la tesis, quisiera agradecer primeramente a Dios por todas aquellas veces en que me vi superado por las responsabilidades y obligaciones propias de una carrera universitaria, situación en las que me refugié en ese apoyo espiritual que me dio tranquilidad y esperanza en los momentos difíciles.

Quisiera agradecer de una forma muy especial a mis padres: Luz María Cornejo y Humberto Salinas Silva, quienes se esmeraron en proporcionarme los medios para afrontar el futuro con una mejor preparación universitaria, además por el apoyo y motivación permanente en cada uno de los arduos años de carrera.

Agradecer a mi hermano Humberto Salinas Cornejo, por ser un referente y un ejemplo de persona a seguir, por sus consejos y apoyo incondicional en los momentos complejos, principalmente por darme a conocer las experiencias adquiridas y los desafíos laborales que le impuso la vida.

Agradecer a los profesores, forjadores de nuestros conocimientos, habilidades y formación profesional, quienes con su paciencia y profesionalismo supieron enseñar y acercarnos a la realidad laboral que afrontaríamos en años próximos, por su entrega y dedicación en las materias aprendidas y por aquellas conversaciones de pasillo que nos hacían dar cuenta que detrás de una figura docente, hay una persona con sueños y proyectos por cumplir.

A todo ellos "Gracias"

ÍNDICE

	Página
RESUMEN	1
AREA TEMÁTICA	2
TEMA	2
MARCO TEÓRICO	3
1.- Crisis Financiera Subprime	3
1.1 Origen de la Crisis Financiera	4
1.2 Efectos de la Crisis en Chile	6
2.- Mercado de Capitales	7
2.1 Participación de la Bolsa de Comercio en el mercado de capitales	7
2.1.1 Bolsa de Comercio	7
2.1.2 Operaciones que se pueden realizar en la Bolsa de Comercio	8
2.2 Aspectos legales y reglamentarios de la Bolsa de Comercio	9
2.2.1 Marco legal que regula a la Bolsa de Comercio	9
2.2.2 Objetivos de la Bolsa de Comercio	9
2.2.3 Requisitos legales para constituir una Bolsa de Comercio	9
2.2.4 Condiciones impuestas por Ley a la Bolsa de Comercio	9
2.2.5 Obligaciones de las Bolsa de Comercio	10
2.2.6 Funciones	10
2.2.7 Tipos de Mercados existentes en la Bolsa de Comercio	11
2.3 Indicadores Bursátiles	11
2.4 Instrumentos de Cotización Bursátil	13
2.4.1 Renta Variable	13
2.4.2 Renta Fija	19
BONOS CORPORATIVOS	27
3.- Etapas del proceso de emisión de Bonos Corporativos en Chile	27
3.1 Selección del asesor financiero y diseño del Bono	28

3.2	Contrato de emisión de Bonos	28
3.3	Clasificación de riesgo de Bonos Corporativos	29
3.3.1	Clasificación Preliminar	30
3.3.2	Análisis de las características del instrumento	31
3.3.3	Clasificación final del instrumento	33
3.3.4	Categorías en la clasificación de riesgo de Bonos	34
3.4	Inscripción en la superintendencia de valores y seguros	36
3.5	Inversionistas Institucionales	37
3.6	Colocación de Bonos	37
	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	39
	OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN	40
	Objetivo General	40
	Objetivo Específico	40
	METODOLOGÍA	41
	Etapa 1 : Recopilación de información	41
	Etapa 2 : Sistematización de la Información	41
	Etapa 3 : Elaboración e implementación del Instrumento	42
	Etapa 4 : Análisis y discusión de la información recopilada	43
	RESULTADOS Y DISCUSIÓN	45
	Spread	45
	Estudios Desarrollados con respecto a variables que determinan el Spread	45
	Tasa de Política Monetaria	48
	Tasas de Interés Externas Relevantes	51
	Riesgo País	53
	Clasificación del Instrumento	54
	CONCLUSIONES	56
	REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	59
	ANEXOS	60

RESUMEN

Producto de la crisis Financiera Subprime que se hizo palpable en agosto del 2007, y que consistió en la contracción del crédito y en la falta de liquidez en los mercados Internacionales, debido al otorgamiento de créditos hipotecarios de alto riesgo, los Bancos e Instituciones Financieras debieron ampliar los requisitos para otorgar financiamiento, ya que se procuró evitar prestar a dinero a quienes contaban con un mayor riesgo crediticio, ya sea exigiendo mayores o mejores cauciones, como aumentando las tasas de interés, entre otras medidas.

En Chile las empresas han visto restringido y tal vez más complejo el camino al financiamiento que en muchos casos ya era complicado de acceder antes de la crisis, debido al incipiente y desconocido para muchos mercado de valores, o bien, fuentes de financiamiento no bancario, motivo por el cual, muchas empresas comenzaron a estudiar las múltiples alternativas de financiamiento que no forman parte de las vías tradicionales o bancarias como alternativa en la obtención de recursos. En esta línea, los Bonos Corporativos se han convertido en una alternativa interesante de acceso al financiamiento por parte de las empresas para refinanciar deudas y concretar proyectos de expansión entre otras, siendo el objetivo general de este estudio, analizar los factores que tienen incidencia directa en la determinación del Spread en la colocación de Bonos Corporativos, describir el proceso de emisión del instrumento e identificar los factores que tienen mayor preponderancia en la determinación del Spread en la emisión. Se realizó una metodología cuantitativa a través de un estudio descriptivo-explicativo, mediante entrevistas a profesionales y docentes del ámbito Financiero correspondientes al tema en estudio.

Los resultados esperados de la investigación, pretenden contribuir al entendimiento de los factores y variables financieras que interactúan en el mercado, e intervienen directamente en la determinación del spread en la emisión y posterior colocación de un Bono Corporativo como instrumento de financiamiento. Se pretende además proporcionar información relativa a las fuentes internas o externas necesarias para otorgar una clasificación al instrumento, señalando las preferencia de los inversionistas con respecto a los Instrumentos de renta fija emitidos por el Estado versus instrumentos emitidos por organizaciones privadas.

ÁREA TEMÁTICA

El presente tema de tesis se enmarca en el área de las finanzas, la que corresponde a una rama de la economía que estudia el movimiento del dinero entre las personas (Finanzas personales), las empresas (Finanzas corporativas) y gobiernos (Finanzas Públicas). Todos tienen en común que el logro de sus metas depende de una buena inversión, es decir, una buena administración de su dinero.

1. Finanzas Personales; son la aplicación de las finanzas y sus principios de una persona o familia en su deseo de realizar sus actividades con la mejor distribución de dinero en educación, salud, alimentación, vestimenta, seguros, entre otros.
2. Finanzas Corporativas; son las que tratan las decisiones financieras que realizan las empresas, mediante herramientas y análisis que se utilizan para la toma de decisiones. El objetivo de este tipo de finanzas, es maximizar el valor de la empresa, reduciendo los riesgos financieros existentes.
3. Finanzas Públicas, son las relacionadas con el pago de las actividades colectivas o gubernamentales, y la administración y propósitos de esas actividades.

En el presente proyecto de tesis se enmarca en las Finanzas Corporativas, ya que el tema de tesis a tratar, dice relación con las tasas de interés de Instrumentos Financieros de renta fija como vehículos de financiamiento.

TEMA

Efectuar un análisis de factores que tienen incidencia directa en la determinación del SPREAD en la colocación y posterior emisión de un Bono Corporativo como instrumento de Financiamiento, dando a conocer las variables que intervienen en el mercado de renta fija y aquellas variables propias de la organización que se utilizan para clasificar el instrumento que se emitirá con motivo de la obtención de recursos financieros.

MARCO TEÓRICO

El presente proyecto de tesis, tiene por objetivo dar a conocer las variables que tienen mayor preponderancia en la determinación del diferencial, entre tasas de interés de un Bono Soberano y un Bono Corporativo para un mismo plazo de maduración, diferencial conocido como (SPREAD). El proyecto considera además, las variables para determinar el SPREAD en un escenario de crisis Financiera, para la cual, se consideró la última crisis Financiera acontecida en Estados Unidos, (Crisis Subprime). A continuación se darán a conocer los Origen de la Crisis, y los efectos que tuvo en el Mercado Local.

1 CRISIS FINANCIERA SUBPRIME

Para un mejor entendimiento del tema a desarrollar en la presente tesis, se darán a conocer los factores que incidieron en que el mercado hipotecario de Estados Unidos se contrajera y llevara a que muchos deudores dejaran de cumplir con sus obligaciones inicialmente pactadas. Esto finalmente produjo la llamada crisis mundial, conocida también con el nombre de Subprime.

Hasta el año 2006, Estados Unidos experimentaba un ambiente de bonanza económica, con tasas de interés muy bajas a tal punto que la Reserva Federal disminuyó en 2 años, el precio del dinero de una 6,5% a un 1%, además del alza sostenido en los indicadores de viviendas.

Los bancos de Estados Unidos, vieron que el negocio de prestar dinero no era muy rentable, debido a las bajas tasas de interés predominantes, por lo que decidieron otorgar préstamos a personas con menor respaldo financiero y compensar el bajo margen de interés, aumentando el número de operaciones crediticias.

Todo esto propició un aumento de los créditos hipotecarios y la competencia de los bancos por cuotas de mercado, lo que generó un relajo en los criterios de evaluación para el otorgamiento de créditos, permitiendo que personas con una categoría crediticia dudosa, denominados (*subprime*), pudieran acceder a los crédito con mayor facilidad y poder así cumplir con sus proyectos inmobiliarios.

Las hipotecas ofrecidas a personas (subprime) o también llamadas, los “ninja” por las siglas en inglés (*no income, no job, no assets*; o sea, personas sin ingresos fijos, sin

empleo fijo, sin propiedades), tenía por objetivo cobrar una mayor tasa de interés por el crédito otorgado, debido a que el préstamo estaba asociado a un mayor riesgo, y a la vez las instituciones financieras vieron como una posibilidad aprovechar el boom inmobiliario existente.

A este tipo de Hipotecas se les denominó “hipotecas subprime”, considerando que:

Se llaman “hipotecas prime” las que tienen poco riesgo de impago. En una escala de clasificación entre 300 y 850 puntos, las hipotecas prime están valoradas entre 850 puntos las mejores y 620 las menos buenas.

Se llaman “hipotecas subprime” las que tienen más riesgo de impago y están valoradas entre 620 las menos buenas y 300, las malas.

Al mismo tiempo, surgió un aumento de créditos hipotecarios como método de inversión, lo que correspondía a la compra de un inmueble a través de ese tipo de créditos, para una posterior venta. Como el precio de las casas iba en alza, quienes realizaban la compra con este propósito, estimaban que lograrían prepagar el crédito y de paso obtener una ganancia.

En EE.UU. la mayoría de estos créditos fueron otorgados a una tasa mixta (fija durante 2 ó 3 años y luego variable).

Como los Bancos iban dando muchos préstamos hipotecarios, se les acababa el dinero, la solución fue acudir a Bancos extranjeros para que les prestasen dinero, ya que las “*Normas de Basilea*” exigen a los Bancos mantener un Capital mínimo en relación con sus Activos Líquidos.

1.1 Origen de la Crisis

La crisis comenzó a desatarse el año 2007 debido, principalmente a un incremento progresivo en las tasas de interés por parte de la Reserva federal y la baja en el valor de las viviendas adquiridas. Esto produjo un aumento en la tasa de morosidad, tanto en las hipotecas Prime como Subprime.

En una economía global, en la que los capitales financieros circulan a gran velocidad y en los que se ofrece productos financieros altamente sofisticados y automatizados, no todos los inversionistas conocen la naturaleza última de la operación contratada, por tanto, no necesariamente conocen los riesgos implícitos en los instrumentos que se adquieren o transan como vehículos de inversión.

Esto es lo que ocurre cuando algunos de los inversionistas realizan transacciones económica mediante compra de bonos o titularizaciones de crédito. Mediante la operación de securitización antes descrita, las hipotecas subprime podían ser retiradas del pasivo del balance de la entidad que otorgaba el crédito, siendo transferidas a fondos de inversión o planes de pensiones; estos luego debían enfrentar la morosidad del crédito y, por lo mismo, la desvalorización de los bonos de títulos adquiridos basados en tales hipotecas.

La evidencia más clara que nos encontrábamos en presencia de una crisis, es que entidades bancarias y grandes fondos de inversión tenían comprometidos sus activos en hipotecas de alto riesgo, lo que provocó una repentina contracción del crédito (fenómeno conocido técnicamente como *Credit Crunch*) y una enorme volatilidad de los valores bursátiles, generándose una espiral de desconfianza y pánico en inversionista, y una repentina caída de las principales bolsas de valores de todo el mundo, debido especialmente a la falta de liquidez.

Varios factores se unieron para dar lugar a esta crisis financiera. Entre ellos se encuentra la enorme burbuja especulativa ligada a los activos inmobiliarios. En los Estados Unidos, como en muchos otros países occidentales, tras el estallido de la burbuja tecnológica de principios de siglo XXI, entre los años 2000 y 2001, se produjo una huida de capitales de inversión tanto institucionales, como familiares en dirección a los bienes inmuebles. Además, los atentados del 11 de septiembre de 2001 supusieron un clima de inestabilidad internacional que obligó a los principales Bancos Centrales a bajar las tasas de interés a niveles inusualmente bajos, con objeto de reactivar el consumo y la producción a través del crédito.

La combinación de ambos factores dio lugar a la aparición de una gran burbuja inmobiliaria fundamentada en una enorme liquidez.

Pero el escenario cambió a partir de 2004, año en que la Reserva Federal de los Estados Unidos comenzó a subir los tipos de interés para controlar la inflación. Desde ese año hasta el 2006 el tipo de interés pasó del 1% al 5,25%.

Finalmente, el crecimiento del precio de la vivienda, que había sido espectacular entre los años 2001 y 2005, terminó y se convirtió en descenso sostenido. Las tasas de morosidades hipotecarias crecieron de forma exponencial, y numerosas entidades comenzaron a tener problemas de liquidez para devolver el dinero a los inversionistas o recibir financiación de los prestamistas, dando lugar a la crisis global que llevó el nombre de *subprime*, debido a su origen en los deudores de alto riesgo crediticio.

1.2 Efectos de la Crisis en Chile

Producto de la crisis subprime que se hizo evidente a contar de Agosto 2007, y que consistió en la contracción del crédito debido al incumplimiento de muchas deudas, especialmente hipotecarias y de alto riesgo, los bancos y entidades financieras han debido ampliar los requisitos para otorgar financiamiento producto de esta crisis, ya que se procura, si no conservar el patrimonio bancario, evitar prestar a quienes cuenten con mayor riesgo crediticio, ya sea exigiendo mayores o mejores cauciones, como aumentando las tasas de interés, entre otras medidas. En esta línea, las empresas han visto restringido y tal vez más complejo el camino al financiamiento que en muchos casos ya era complicado de acceder antes de la crisis. Y en nuestro país, creemos que ello se acentuó un poco más, debido al incipiente y desconocido para muchos mercado de valores, o bien fuentes de financiamiento no bancario, que en países como Estados Unidos, es muy profundo y desarrollado, por lo cual las empresas chilenas sólo parecen ver como viable el financiamiento bancario.

Los economistas en su oportunidad pensaron, que el mayor problema de la crisis recién acontecida implicará evidentemente una menor liquidez en la economía mundial por tanto, como es vital para la subsistencia de la economía el dinero circulante, y específicamente el financiamiento de las empresas para sus distintas opciones de inversión y gestión, aun restringiéndose el crédito a éstas por parte de los bancos, igualmente es necesario obtenerla, por lo cual, ya muchas empresas comenzaron a estudiar las múltiples alternativas de financiamiento que no forman parte de las vías tradicionales o bancarias.

Para entender las múltiples alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de capitales, necesariamente hay que efectuar una revisión conceptual de la normativa que la aplica, para ello se darán a conocer en los párrafos siguientes, los temas relevantes y necesarios para un mejor entendimiento del tema de tesis a desarrollar, como lo son: Participación de la bolsa de comercio en el Mercado de Capitales, Aspectos legales y reglamentarios, Índices Bursátiles e Instrumentos de Cotización Bursátil.

2 MERCADO DE CAPITALES

Se entiende por Mercado de Capitales, la instancia en que concurren oferentes de recursos financieros (inversionistas), dispuestos a invertir un capital a una tasa de Interés (precio) y a un período de tiempo (plazo) definido, y demandantes de recursos financieros (deudores crediticios), dispuestos a solicitar capitales a una tasa de interés y a un período de tiempo preestablecido. (Caja de Previsión de la Defensa nacional, 2003)

2.1 Participación de la bolsa de comercio en el mercado de capitales

La Bolsa, como institución perteneciente al mercado de capitales, cumple un papel fundamental que es proveer a compradores y vendedores de valores, un lugar físico de reunión donde concurren oferentes y demandantes de recursos, para que puedan efectuar sus transacciones, a través de los servicios que prestan los corredores de Bolsa (Intermediarios). (Comercio, 1999)

La Bolsa de Comercio de Santiago, por ley debe ser constituida como sociedad anónima, y su funcionamiento está fiscalizado por la Superintendencia de Valores y Seguros.

El movimiento de la Bolsa es reflejo del crecimiento industrial de un país en la medida en que está se realice a través de él, ya que las empresas dan a conocer su real valor y expectativas de crecimiento.

2.1.1 Bolsa de Comercio

La Bolsa de Comercio es el órgano central que regula la circulación de capitales, a ella acuden las empresas para convertir sus títulos en dinero, con el objeto de fomentar las industrias y activar sus negocios, además es un mercado financiero donde se compran y

venden activos financieros (acciones, obligaciones) de todo tipo de compañías, ya sean empresas, bancos, aseguradoras entre otros.

A la Bolsa acuden personas naturales o Jurídicas (los inversores o inversionistas), quienes acuden con la finalidad de adquirir o vender títulos.

En la Bolsa se negocian títulos, valores de empresas previamente analizadas, e inscritas en el registro público que lleva la Superintendencia del Sistema Financiero. El público no concurre personalmente a la Bolsa, sino que lo hace representado por intermedio de los “Agentes” de la Casa de Corredores. Estos son técnicos en materia bursátil, previamente autorizados por la Bolsa, que se reúnen diariamente en el “Salón de Negociaciones”, de la Bolsa de Valores, a objeto de registrar los títulos que se negocian y los precios o rendimientos que se ofrecen por ellos.

2.1.2 Operaciones que se pueden realizar en la Bolsa de Comercio

En la Bolsa se pueden realizar operaciones a hoy, al contado, a plazo y opcionales.

En las operaciones a hoy: La entrega de los valores negociados y su “liquidación”, o pago, se lleva a cabo, el mismo día.

En las operaciones al contado: La entrega de los valores negociados y su “liquidación” o pago, se lleva a cabo, el mismo día, o a más tardar el día hábil después de realizada la operación.

En las operaciones a plazo: La entrega de los valores negociados y su liquidación o pago, se lleva a cabo en el plazo pactado entre el comprador y el vendedor, el cual no puede exceder de 180 días hábiles.

En las operaciones opcionales de compra o venta: La entrega de los valores negociados y su “liquidación”, o pago, se lleva a cabo en el plazo pactado entre comprador y vendedor, que no puede ser mayor de 180 días hábiles, pero uno o ambos se reservan el derecho de rescindir el contrato y no llevar a cabo la operación, para lo cual se paga una prima en dinero por el que abandona la operación a favor del otro contratante.

2.2 Aspectos legales y reglamentarios de la bolsa de comercio

2.2.1 Marco legal que regula a la Bolsa de Comercio

La Bolsa de Comercio se rige, en primera instancia, por la ley del mercado de valores (18.045) y la ley de sociedades anónimas (18.046); a su vez sus operaciones están reglamentadas bajo el estatuto y reglamento interno de la Bolsa.

2.2.2 Objetivos de la Bolsa de Comercio

Según el Art. 38º de la ley de mercado de valores; “las bolsas de valores son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporciona, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que proceden en conformidad a la ley”. (Hacienda, 2012)

2.2.3 Requisitos legales para constituir una Bolsa de Comercio

Según el Art.40º de la ley de mercado de valores, modificado por la ley N° 18.350, se establece que para constituir una bolsa es necesario que:

- Se constituya como Sociedad Anónima
 - Su duración sea indefinida
 - Se constituya con 10 accionistas a lo menos y con un capital pagado mínimo equivalente a 30.000 unidades de fomento, dividido en acciones sin valor nominal.
 - Cada accionista solo podrá ser dueño de una acción de la bolsa
 - Se requiera la autorización previa de la superintendencia de valores y seguros.
- (Hacienda, 2012)

2.2.4 Condiciones de operación que la ley les impone a las bolsas de valores

Toda Bolsa de Valores, para operar deberá acreditar ante el organismo fiscalizador, superintendencia de valores y seguros, que:

- Se encuentra organizada y tiene la capacidad necesaria para realizar las funciones de una bolsa de valores de acuerdo a la ley.
- Ha adoptado la reglamentación interna exigida por la ley.
- Tiene la capacidad necesaria para cumplir y hacer cumplir a sus miembros, las disposiciones de la ley, y demás normas internas.
- Cuenta con los medios necesarios y con los procedimientos adecuados tendientes a asegurar un mercado unificado, que permita a los inversionistas la mejor ejecución de sus órdenes.
- Llevar libros y registros y mantener toda información requerida por la superintendencia, los que deberán estar a su disposición.

2.2.5 Obligaciones de las Bolsas de Comercio

Las Obligaciones de la bolsa se encuentran contenidas en el art. 42 de la Ley 18.045, la que señala:

- Establecer instalaciones y sistemas que permitan el encuentro ordenado de las ofertas de compra y venta.
- Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores cotizados y transados en la bolsa, sus emisores, intermediarios y las operaciones bursátiles.
- Velar por el estricto cumplimiento por parte de sus miembros de los principios de ética comercial y de todas las disposiciones legales que les sean aplicables.
- Informar y certificar las cotizaciones y transacciones de bolsa y proporcionar diariamente información sobre ellas. (Hacienda, 2012)

2.2.6 Funciones

La Bolsa como institución está encargada de facilitar la negociación de valores registrados en ella. Provee un servicio a sus asociados (que normalmente son los intermediarios o agentes de bolsa) y al público en general, brindando los sistemas y mecanismos adecuados para que se ejecuten tales transacciones. Estas facilidades pueden incluir desde un recinto físico hasta esquemas tecnológicos sofisticados, pasando por la definición de reglas claras de funcionamiento y la determinación de los documentos a emplearse en todo el proceso de transacción.

Se pueden identificar como principales funciones de la bolsa, las siguientes:

- Inscribir valores
- Fomentar negociación de valores
- Proporcionar a emisores e inversionistas facilidades para negociación de valores
- Ofrecer información veraz y oportuna sobre valores que se negocia

2.2.7 Tipos de Mercados existentes en la Bolsa de Comercio

Mercado Primario: Es aquel en que los emisores y compradores participan directamente, o a través de las Casa Corredores, en la compra y venta de los valores, que ofrecen al público por primera vez.

Mercado Secundario: Es aquel en que los valores son negociados por segunda o más veces, en él, los emisores ya no son los oferentes de dichos títulos.

La Bolsa es un tipo de Mercado Secundario pudiéndolo definir como un mercado organizado donde se reúnen profesionales de forma periódica para la negociación de valores públicos y privados.

Participan en ella tres tipos de Agentes:

- Demandantes de Capital
- Oferentes de Capital
- Mediadores

2.3 Indicadores Bursátiles

Los indicadores Bursátiles, son utilizados principalmente por las bolsas de valores, como referencia para medir la evolución del precio de los valores que los componen. Estos valores tienen características comunes, como pueden ser pertenecer a una misma bolsa, tener una capitalización bursátil similar o pertenecer a una misma industria. (Seguros, 2010)

Indicadores o índices de precios de acciones que se utilizan en la bolsa

La Bolsa de Comercio publica dos tipos de Índices de Precios de Acciones:

- El Índice General de Precios de Acciones, denominado IGPA.
- El Índice de Precios Selectivo de Acciones, denominado IPSA.

IGPA

El Índice General de Precios de Acciones (IGPA), mide las variaciones de precios de las acciones inscritas en Bolsa. Esta medición se efectúa a través del patrimonio bursátil (Valor Bolsa) de las diferentes sociedades componentes, clasificadas en rubros y sub-rubros, dentro del índice según su actividad. (SBIF, 2010)

Actualmente la cartera base para el conjunto del IGPA, incluye 144 sociedades. Clasificadas cada una de ellas en 5 rubros básicos (Bancarias y Financieras, Agropecuarias y Forestales, Mineras, Industriales y Servicios Varios).

Las sociedades se seleccionan de acuerdo a la frecuencia que registran sus operaciones y a los volúmenes transados en Bolsa.

IPSA

El Índice de Precios Selectivo de Acciones, mide las variaciones de precios de 40 sociedades con mayor presencia bursátil. La selección de sociedades se efectúa trimestralmente en los meses de Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre de cada año. (SBIF, 2010)

Tasa interna de retorno media (TIRM)

La Tasa Interna de Retorno Media (TIRM) tiene como objeto establecer una tasa promedio de rentabilidad para los instrumentos de renta fija. Esta tasa se calcula para cada tipo de instrumento de acuerdo a los periodos de vencimiento. (Cuestionario de la Bolsa de Comercio de Santiago, 1999)

El cálculo de esta tasa utiliza un criterio de ponderación sobre la base de los montos transados para cada tipo de instrumento de renta fija.

En la práctica, la TIRM actúa como un índice de rentabilidad para el mercado de renta fija.

2.4 Instrumentos de Cotización Bursátil

El financiamiento de un negocio puede provenir del aporte realizado por personas o instituciones ajenas a la empresa, o bien, por los fondos que proveen los propietarios. (Renta Variable, Renta Fija). A continuación se resumen ambos conceptos para un mejor entendimiento:

2.4.1 Renta Variable

En las sociedades Anónimas y en Comanditas por acciones, los fondos proporcionados por los propietarios se materializan a través de la compra de acciones, es decir, la entidad que requiere de financiamiento puede acudir a la emisión de acciones con el fin de conseguir los recursos necesarios para aplicarlos en algún proyecto específico. Estas acciones son compradas generalmente por los actuales accionistas, pues en Chile, como en la mayoría de los países del mundo, existe el derecho preferencial de suscripción de acciones, que obliga a ofrecer las nuevas emisiones preferentemente entre los actuales accionistas a prorrata de las acciones que posean. Esto no significa que las compañías no puedan abrir su capital a nuevos accionistas, pues tal como está prescrito en la ley sobre sociedades anónimas (N° 18.046), este derecho de suscripción preferencial es eminentemente renunciabile y transferible. (Corredores de Bolsa, 2010)

De esta forma, las acciones son instrumentos de renta variable emitidas por Sociedades Anónimas y en Comandita por acciones, que representan un título de propiedad sobre una fracción del patrimonio de la empresa, es decir, el comprador de una acción o accionista pasa a ser propietario de una parte de la empresa emisora.

Desde el punto de vista del emisor, las acciones son una alternativa de financiamiento para conseguir recursos a plazo indefinido, en tanto que desde el punto de vista del accionista, las acciones son una alternativa de ahorro a corto, mediano o largo plazo, o bien, a plazo indefinido, según sea la razón que motiven su compra.

Motivos que inducen a la compra de acciones

En general los motivos que inducen a la compra de acciones se pueden caracterizar en dos tipos:

a) Rentabilidad

La principal razón de invertir, es la obtención de una renta por un periodo de tiempo determinado, esta renta puede provenir de variaciones de precio y/o dividendos.

La utilidad que proviene de las variaciones de precios recibe el nombre de Ganancia de Capital y en la mayoría de los casos es el componente principal de la rentabilidad obtenida en el mercado de acciones.

Por otra parte, los dividendos también inciden en la rentabilidad, ya que estos corresponden a distribuciones periódicas que efectúan las compañías de la utilidad de un ejercicio determinado. Esta utilidad puede ser reinvertida en la propia empresa, o bien ser distribuida en dinero entre los accionistas en forma proporcional a las acciones que posean, entendiéndose en este último caso como reparto de dividendos. Generalmente las compañías reparten solo un porcentaje de sus utilidades en dividendos y el resto lo reinvierten.

Actualmente, de acuerdo a la ley sobre Sociedades Anónimas, las sociedades deben distribuir anualmente como dividendo en dinero a lo menos el 30 % de las utilidades líquidas de cada ejercicio.

b) Control

Otro motivo que induce a la compra de acciones, está relacionada con la posibilidad de obtener el manejo de una compañía a través de la compra de paquetes importantes de acciones en el mercado.

En este caso, el motivo principal de la compra no es obtener rentabilidad en algún plazo determinado, siendo la razón que predomina, alcanzar el control de la compañía a través de la aplicación del derecho a voto que otorgan las acciones

Este motivo de carácter más permanente que el anterior permite formar parte del directorio de una compañía y por esa vía participar de las principales decisiones de la empresa.

Derecho de accionistas

El constituirse como accionistas de una compañía, otorga la posibilidad de ejercer ciertos derechos, entre los cuales cabe mencionar los siguientes: (Bolsa de Comercio Santiago, 1999)

a) Participar en las ganancias Sociales

El accionista puede participar de la ganancia de la sociedad a través de los dividendos que periódicamente se distribuyen.

b) Participar en el patrimonio que resulta de la liquidación de la sociedad.

Si la sociedad entra en proceso de liquidación, el accionista tiene derecho a participar del patrimonio residual, una vez que se cancelen todos los compromisos vigentes con terceros.

c) Derechos preferencial de suscripción.

Cada vez que una Compañía emite nuevas acciones, estas deben ser ofrecidas preferentemente entre los actuales accionistas a prorrata de las acciones que posean, con el propósito de no alterar la participación de cada accionista respecto del total.

d) Derecho a voz y voto.

Los accionistas pueden expresar su opinión y ejercer el derecho a voto entre las juntas generales, las que pueden ser ordinarias o extraordinarias, según sea la materia que se trate.

e) Derecho a retiro.

Aquellos accionistas que no estén de acuerdo con alguna de las materias aprobadas por la junta general, pueden ejercer el derecho a retiro de la sociedad, previo pago, por aquella, del valor de sus acciones y bajo ciertas condiciones legales preestablecidas.

Tipo de acciones

De acuerdo a la posibilidad de ejercer ciertos derechos las acciones se pueden clasificar en ordinarias y preferidas.

a) Las acciones ordinarias se caracterizan por ser emitidas a plazo indefinido y por la posibilidad de ejercer todos los derechos mencionados en el punto anterior.

b) Las acciones preferidas en cambio se caracterizan por estipular ciertos privilegios en relación a las acciones ordinarias con un plazo determinado de vigencia de dichos privilegios. De acuerdo a la ley, no pueden estipularse preferencias que consistan en el otorgamiento de dividendos que no provengas de utilidades del ejercicio o de utilidades retenidas y de sus respectivas revalorizaciones; tampoco pueden establecerse series de acciones preferidas con derecho a voto múltiple.

En cuanto a la modalidad de transferencia, las acciones pueden ser clasificadas en nominativas y al portador.

a) Las acciones nominativas son aquellas, emitidas a nombre de un titular y cuya transferencia se perfecciona a través del aviso debidamente firmado que tanto el comprador como el vendedor deben enviar a la compañía, con el fin de actualizar el registro de accionistas respectivo.

b) Las acciones al portador son aquellas, cuyo título no aparecen extendidos a nombre de una persona determinada, y por lo tanto su transferencia se perfecciona mediante el simple traspaso de los mismos.

En Chile la ley sobre Sociedades Anónimas, solo autoriza la emisión de acciones nominativas.

Identificación de las acciones a través de la Liquidez, Retorno y el Riesgo.

a) Liquidez

La liquidez de una acción está relacionada con la mayor o menor facilidad con que un inversionista cualquiera puede comprar o vender esos papeles en el mercado.

La liquidez es un concepto relativo, pues no se puede establecer claramente cuando un papel es líquido o no, sin embargo, es posible establecer comparaciones del grado de liquidez entre diferentes acciones, a través de algunos parámetros, tales como:

- Montos transados
- Presencia (días transacción en relación al total de días hábiles del periodo)
- Rotación (acciones transadas en relación al total en circulación)

Así, acciones con altos niveles de transacción, presencia y rotación, serán más líquidas que otras con niveles más modestos.

En periodos de gran dinamismo bursátil, la liquidez de las acciones tienden a acentuarse, sobre todo la de aquellas empresas cuyo capital se encuentra distribuido en un número considerable de accionistas.

b) Retorno:

Como ya se mencionó, el retorno o rentabilidad de una acción proviene de los dividendos percibidos y de las ganancias de capital que generan la diferencia de precio entre el momento de compra y venta.

Los dividendos dependen de los resultados de la empresa y en la medida que estos sean positivos y permanentes, el accionista podrá disponer de un flujo estable de dividendos en el tiempo.

La evolución del precio de una acción, en tanto, ha sido el centro de atención de una serie de estudios, que han concluido en la elaboración de algunas teorías que intentan explicar el comportamiento de los precios de las acciones. Entre ellas cabe destacar: La escuela Técnica y la Escuela Fundamentalista.

La primera teoría se funda en el comportamiento histórico de los precios de las acciones como elemento válido para predecir el futuro, utilizando para ello los gráficos que son el instrumental básico del análisis.

La segunda, explica que las cotizaciones de mercado pueden ser proyectadas a través de la estimación de datos económico-financieros de la propia empresa, del sector en que se desenvuelve y del contexto económico en general.

Ambas teorías proveen de elementos importantes para el análisis y proyección de precios de las acciones, los que son esencialmente variables y de muy difícil estimación, debido a las innumerables variables que están incidiendo diariamente en las cotizaciones de mercado.

En todo caso es importante tener presente que en una economía sana, los retornos de una acción siempre serán mayores que las de otra alternativa, como instrumentos de renta fija, por ejemplo, pues los riesgos involucrados en cada alternativa son diferentes.

c) Riesgo

Cualquier inversión en el mercado de valores lleva implícito riesgo, más aun si se trata de una inversión en el mercado de acciones.

Los precios de las acciones son esencialmente variables, pudiendo subir o bajar de acuerdo al comportamiento de una serie de factores de índole político, económico, financiero, entre otros. Las expectativas juegan un rol fundamental en la volatilidad de los precios y en muchos casos, cuando estas expectativas se trasladan del plano personal al colectivo, conforman las tendencias positivas o negativas que se observan en el mercado.

Invertir en acciones significa asumir un riesgo que de una u otra forma debe ser compensado con el propósito de que los recursos no sean desviados hacia otras alternativas más seguras, que impidan el financiamiento de las empresas a través de este sistema. El elemento clave que permite una inversión en acciones es la rentabilidad o retorno esperado.

Mientras más alto sea el riesgo que se asuma, mayor será el retorno que se deba exigir, es decir, altos riesgos son penalizados con tasas de rendimientos exigidas.

Esta relación es básica en cualquier inversión financiera, pues la evaluación de riesgo y rentabilidad está presente en todas las decisiones de este tipo. El problema del riesgo ha sido estudiado profundamente durante los últimos años, pudiendo extraerse algunas conclusiones básicas que es importante mencionar. Primero, que el riesgo de las acciones es posible minimizarlo a través de una adecuada política de diversificación y, segundo que la inversión debe ser considerada en una perspectiva de largo plazo con el fin de evitar presiones negativas, derivadas de fenómenos de carácter coyuntural.

2.4.2 Renta Fija

Las necesidades financieras de mediano y largo plazo de una empresa no siempre son satisfechas por aportes directos de los propietario, optándose en ciertos casos por el financiamiento vía terceros, es decir, personas o instituciones ajenas a la empresa que proporcionan los fondos necesarios a cambio de una retribución, que se expresa en una tasa de interés. De esta forma, la empresa adquiere una deuda que puede ser de dos tipos: (Bolsa de Comercio, 1999)

- a) Directa con el acreedor, en caso que se negocie individualmente con la persona o institución proveedora de fondos, o
- b) Directa con el público, en caso que se acuda a las oferta pública de valores.

Esta última alternativa, que es la que interesa describir para efectos del tema que se pretende desarrollar como tesis, implica emitir valores, denominados Instrumentos de Renta Fija, comprometiéndose de esta forma la empresa, a devolver el capital en un plazo preestablecido y además, a pagar intereses hasta la fecha de vencimiento del préstamo.

Estos instrumentos, que generalmente son comprados por un gran número de personas e instituciones, también pueden ser emitidos por el Estado, con el fin de obtener recursos para financiar diversas operaciones contenidas en el Presupuesto General de la Nación y en los planes operativos de los diversos organismos centralizados y descentralizados de la organización estatal.

La explicación anterior permite caracterizar a los instrumentos de renta fija como aquellos títulos representativos de obligaciones a mediano y largo plazo (también lo pueden ser a

plazo indefinido), emitidos por entidades privadas o por el Estado, con el fin de obtener recursos que permitan el financiamiento de diversas actividades necesarias para el desarrollo de una entidad o un país.

Al igual que las acciones, los instrumentos de renta fija representan una alternativa de obtención de recursos para el emisor, diferenciándose ambos métodos en el grado de compromiso que se adquiere. Utilizar el financiamiento vía emisión de acciones, significa incorporar recursos sin comprometer su devolución en un plazo determinado, en tanto que el financiamiento vía renta fija, específicamente Bonos o Debentures, implica adquirir un compromiso de la restitución del capital y de los intereses que se generaran sobre el monto prestado.

En el primer caso. Los recursos se incorporan a la empresa como pasivo no exigible (Patrimonio), en cambio, en el segundo caso se incorporan como Pasivo Exigible (Deuda).

Desde el punto de vista del comprador o inversionista, los instrumentos de renta fija son una alternativa de ahorro, cuya rentabilidad se conoce de antemano, si se decide mantener la inversión hasta la fecha de vencimiento pactada; en caso contrario, es decir, si se decide vender antes del vencimiento, la renta fija se transforma en una renta variable, pues el precio de estos instrumentos varía de acuerdo a los tipos de intereses vigentes en el mercado, dando origen a pérdidas o ganancias de capital, que son independientes del flujo de intereses ofrecidos por el emisor.

Aspectos prácticos de su cotización en bolsa

Los instrumentos de renta fija se cotizan en bolsa en porcentaje de su valor par. Este sistema permite:

- a) Comparar tasas de emisión con retorno efectivo hasta el vencimiento.

Dependiendo del porcentaje de su valor par en que es comprado un título, puede obtenerse una rentabilidad superior o inferior a la emisión. De acuerdo a lo anterior se observan tres casos.

1. Si un instrumento es cotizado sobre la par, su retorno efectivo hasta el vencimiento es inferior a la tasa de emisión.

2. Si un instrumento es cotizado a la par, el retorno efectivo hasta el vencimiento será igual a la tasa de emisión.
3. Si un instrumento es cotizado bajo la par, el retorno efectivo será superior a la tasa de emisión.

Como se puede apreciar, al cotizar un título en porcentaje de su valor par, da en forma inmediata una relación de rentabilidad o retorno efectivo esperado.

- b) Evaluar una probable ganancia o pérdida de capital ante el prepago por parte del emisor.

Si existe prepago por parte del emisor, es decir, el emisor amortiza anticipadamente la deuda que posee con los tenedores de estos títulos, pueden darse tres situaciones distintas, dependiendo del porcentaje del valor par en que fue adquirido el título.

1. Si el título fue adquirido sobre la par, el prepago por parte del emisor a la par, implicaría que la tasa de retorno efectiva calculada en el momento de la adquisición del título será inferior. Esta situación provocará una pérdida de capital.
2. Si el título fue adquirido a la par, el prepago del emisor a la par no provocará pérdida ni ganancia de capital, puesto que en este caso la tasa de retorno efectiva esperada en el momento de la adquisición, será igual a la tasa calculada en el momento de su emisión.
3. Si el título es adquirido bajo la par, el prepago de la emisora provocará una ganancia de capital, elevando la tasa de retorno efectiva calculada en el momento de compra.

Las ganancias o pérdidas de Capital que pueden producirse en este punto, son consecuencia de la diferencia que se produce entre la inversión inicial para adquirir el título y la amortización del capital invertido por parte del emisor; lo que se traduce en cambios (positivos o negativos), en la tasa efectiva de retorno esperada.

- c) Evaluar una probable ganancia o pérdida de capital si se desea liquidar la inversión anticipadamente.

Si los bonos se van a liquidar anticipadamente en el mercado secundario, entonces este sistema permite identificar pérdidas y/o ganancias de capital de la siguiente manera:

1. Si el precio de venta es mayor que el de compra, entonces se producirá una ganancia de capital y la Tasa Interna de Retorno (TIR) efectiva será mayor que la estimada en el momento de la compra.
2. Si el precio de venta y compra son similares, entonces no habrá pérdida ni ganancia de capital y por tanto la TIR efectiva y estimada serán idénticas.
3. Si el precio de venta es menor que el de compra, entonces se producirá una pérdida de capital y la TIR efectiva será menor que la calculada en el momento de la compra.

Los instrumentos cotizados en bolsa y los motivos de su emisión

Los instrumentos de renta fija no siempre son utilizados como fuente de financiamiento para actividades productivas y obras de infraestructura. En muchos casos, su emisión obedece a la necesidad de obtener recursos, producto de desequilibrios presupuestarios o bien a la necesidad de modificar plazos de pago, reemplazando compromisos de corto plazo por obligaciones de mediano o largo plazo.

En la bolsa, los instrumentos cotizados pueden ser clasificados en dos categorías, dependiendo de quién lo haya emitido. Si el Estado actúa como emisor se hablará de títulos públicos, en caso contrario, es decir, si algún representante del sector privado es el emisor como lo es el caso de las Empresas, entonces se denominarán títulos privados.

Títulos emitidos por el Estado:

- a) Bonos de reforma agrícola (CORA)

Emitidos por la Tesorería General de la República, con el propósito de financiar la parte a plazo de las indemnizaciones por expropiaciones de predios agrícolas efectuadas por la Corporación de la Reforma Agrícola (CORA).

- b) Bono de reconocimiento (BR)

Emitidos por las antiguas cajas de previsión social y el Instituto de Normalización Previsional, representan la deuda de estos organismos para con los afiliados al nuevo sistema de Administración de Fondo de Pensiones.

c) Pagares reajustables de tesorería (PRT)

Emitidos por la Tesorería General de la Republica, para financiar proyectos de inversión del Estado y gastos derivados de la ejecución presupuestaria anual de la nación.

d) Pagare de tasa flotante (PTF)

Emitidos por el Banco Central de Chile, son al portador y reajustables en Unidades de Fomento.

Estos títulos tienen una vigencia de 15 años, con 5 años de gracia para el pago del Capital.

La característica principal de estos pagares es que la tasa de interés aplicable a cada periodo semestral es un porcentaje de la “Tasa TIP quincenal a 90-365 días”, correspondiente a la quincena anterior al día de inicio de cada periodo semestral de intereses.

e) Pagare reajustable del banco central de chile con pago de cupones (PRC)

Estos instrumentos son emitidos por el banco central y tienen por finalidad regular la oferta monetaria a través de operaciones de mercado abierto. Se reajustan automáticamente de acuerdo a la variación experimentada por la U.F. y pagan cupones semestralmente.

Títulos emitidos por Instituciones Privadas:

Entre los instrumentos emitidos por el sector privado se pueden mencionar los siguientes:

a) Debentures o bonos corporativos

Utilizados por las sociedades Anónimas para financiar proyectos de Inversión. En algunos casos se emiten con el objeto de obtener recursos para financiar compromisos de corto plazo, difiriendo de esta forma las obligaciones contractuales de la empresa.

b) Letras de crédito hipotecarias (LH)

Estos Instrumentos, llamados comúnmente letras Hipotecarias son emitidos por los Bancos y sociedades financieras por dos motivos:

1. Financiar la construcción de viviendas, y;
2. Financiar actividades productivas de diversa índole.

El ministerio de la Vivienda y Urbanismo, también actúa como emisor de estos títulos exclusivamente para posibilitar la construcción de viviendas

Identificación de los instrumentos de renta fija a través de la Liquidez, el Retorno y el Riesgo

a) Liquidez

Todos los instrumentos de renta fija son emitidos de forma seriada de acuerdo a ciertas características comunes de tasa de interés, plazo, fecha de emisión o de vencimiento, corte, entre otros.

Algunos instrumentos como las letras hipotecarias, por ejemplo, tienen un sistema reglamentado para definir las series. Sin embargo, en la mayoría de los casos no existen normas específicas para agruparlos en series, dando origen a criterios múltiples de agrupación, definidas por cada emisor.

Evidentemente esta situación dificulta los análisis orientados a cuantificar la liquidez de un instrumento específico, porque en algunos casos, instrumentos similares están agrupados en series distintas en inversiones que perfectamente pueden ser tratadas como equivalentes. Un ejemplo de la primera situación lo constituyen emisiones de debentures de un emisor con series diferenciadas exclusivamente por los cortes de cada una de ellas.

Es importante aclarar estos conceptos, por cuanto los dos parámetros que permiten cuantificar la liquidez de los instrumentos de renta fija, son el monto transado y la presencia que tenga el instrumento en la Bolsa de Comercio.

Los instrumentos de renta fija son una alternativa muy apreciada por el mercado y siempre habrá personas dispuestas a comprar o vender, ya que representan un medio

interesante de diversificación de carteras, sobre todo a nivel de inversionistas institucionales.

b) Retorno

La evaluación del rendimiento de los instrumentos de renta fija se realiza a través de la medición de la Tasa Interna de Retorno (TIR).

La TIR se define como aquella tasa de actualización que iguala la inversión inicial con los flujos futuros de fondos por recibir, bajo el supuesto que cada flujo se reinvierte a la tasa interna de retorno calculada.

En Chile, todos los instrumentos de renta fija son reajustables y en consecuencia de la TIR que se utiliza, está expresada en términos reales y anuales. La medición de la rentabilidad de los Instrumentos de Renta Fija, varía según la decisión de mantener la inversión hasta el vencimiento o bien, liquidarla anticipadamente.

En el primer caso, la rentabilidad, desde el punto de vista del comprador, corresponde a la TIR ya definida, y a no ser que el instrumento sea prepago por el emisor, dicha tasa no variará.

En el segundo caso, es decir, cuando el comprador desea liquidar anticipadamente los bonos en el mercado, la rentabilidad calculada en el momento de compra, es una mera referencia, pues la TIR efectiva puede ser mayor, menor o igual, dependiendo del precio de liquidación del instrumento. De este modo, si el precio de venta es mayor que el de compra, se producirá una ganancia de capital y la TIR efectiva será mayor que la estimada en el momento de compra.

Por el contrario, si el precio es menor se producirá una pérdida de capital y la TIR efectiva será menor. Por último, si el precio de venta y compra son similares, entonces no habrá pérdida ni ganancia de capital y en consecuencia la TIR efectiva será idéntica a la estimada en el momento de compra.

Como se puede apreciar, el rendimiento de los Instrumentos de Renta Fija no siempre es fijo, pues depende de si la emisión tiene cláusulas de prepago y también de si el bono se liquida o no anticipadamente en el mercado secundario.

La mayor o menor rentabilidad que se pueda obtener en el mercado de renta fija esta en relación directa con los tipos de interés de mediano y largo plazo, prevalecientes en la economía. En la medida que los tipos de interés suban, los precios de los bonos tienden a declinar, y a la inversa si los tipos de interés están cayendo, los precios de los bonos tienden a aumentar.

En mercados eficientes, el rendimiento de los Instrumentos de Renta Fija es mayor para aquellos bonos con vencimiento a plazos más largos, pues el riesgo es más alto y por consiguiente debe ser compensado con un retorno mayor.

c) Riesgo

La inversión en valores de renta fija no está exenta de riesgos, ya que si bien es cierto que estos papeles representan una obligación de pago por parte del emisor, nadie puede asegurar con absoluta certezas que esto va a ocurrir.

Por esto, resulta fundamental discriminar quien es el emisor y cuál es su grado de solvencia. En general siempre se ha considerado que los instrumentos emitidos por el Estado son más seguros que aquellos emitidos por el sector privado, siendo ésta la principal razón que explica las diferencias de retorno exigidos entre unos y otros.

Cuando el Estado actúa como emisor, se entiende que este posee una capacidad de pago superior a la de cualquier entidad privada y por ende, se exige un retorno menor.

Ahora bien, los emisores privados como una forma de hacer más atractivas sus emisiones, ofrecen ciertas garantías que permiten compensar el diferencial de riesgo y de esa forma obtener una mejor cotización para sus bonos. (Spread)

Independiente del riesgo del emisor, existen otros riesgos asociados a la inversión en valores de renta fija, que dice relación con un eventual prepago por parte del emisor. Estos prepagos, que generalmente se efectúan a la par, explican por qué los bonos tienden a cotizarse bajo la par.

Con todo, los instrumentos de renta fija son una alternativa menos riesgosa que las acciones, pues existe un compromiso de por medio, que en caso de no ser respetado

puede significar la liquidación forzosa del emisor, o bien, un grave perjuicio para su imagen, dependiendo de si este es representante de la empresa privada o del Estado.

El presente proyecto, considera a los Bonos corporativos como instrumento de financiamiento, motivo por el cual se detalla a continuación las principales características del instrumento de renta fija.

BONOS CORPORATIVOS

Dentro de las principales características que tienen los bonos corporativos, corresponde a la incapacidad de aislar fuentes de repago, con lo que se establece una relación directa entre la solvencia de la empresa que emite el bono, y la clasificación de este. Por lo mismo, la estructura legal es simple y busca que los derechos de los acreedores no sean modificados con el fin de exigir el retorno sobre la inversión que corresponde. Además, estas emisiones son la alternativa más común para obtener pasivos desintermediados por parte de las compañías, con objeto de obtener financiamiento para, refinanciar pasivos, y otros usos que pudiese requerir la entidad. (Candia, 2011)

3 ETAPAS DEL PROCESO DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

La emisión de bonos de empresas es regulada por la Ley de Valores y la normativa emitida por la S.V.S, quien lleva para tales efectos un registro de compañías e instrumentos.

Paso previo a la inscripción de los bonos, es la inscripción de la propia Sociedad emisora ante la S.V.S, para lo cual debe presentar todos los antecedentes legales y financieros exigidos para someterse a su supervisión.

Una vez inscrita la Sociedad, es necesario presentar los antecedentes de la emisión, entre los que destacan: El prospecto de la emisión, donde se indica los antecedentes del emisor y el bono, Contrato de emisión, acuerdo formal firmado ante notario donde se especifica el detalle de la emisión de deuda y dos certificados de clasificación de riesgo emitidos por clasificadoras independientes.

Revisados los antecedentes por el organismo regulador, el instrumento es inscrito en el Registro de Valores y la compañía puede iniciar sus ofertas en los mercados.

El proceso de emisión de bonos, se puede clasificar en las siguientes etapas: Selección del agente estructurador (asesor financiero/diseño del instrumento), contrato de emisión, clasificación de riesgo del instrumento, inscripción en la SVS, principales inversionistas institucionales y colocación del instrumento. A continuación se explicará en detalle cada uno de estos conceptos.

3.1 Selección del asesor financiero y diseño del bono

Como primer paso una vez tomada la decisión de evaluar la posible emisión de bonos Corporativos, es la selección del asesor financiero, este realiza funciones de apoyo al diseño e inscripción de la emisión y efectúa la colocación del instrumento en los mercados financieros.

“Reglamentariamente estos agentes no son necesarios, pero debido a la complejidad de la transacción por lo general en nuestro país son requeridos en el proceso. Sin duda, con la ayuda del asesor financiero podrán determinarse las características del bono a emitir, las que deben considerar no sólo las necesidades y capacidad de la empresa sino también, la potencial demanda del instrumento en el mercado. Así, el emisor y su asesor financiero deberán buscar el mejor ajuste entre los requerimientos a cubrir y el mercado potencial para el instrumento”. (Feller-Rate, 2001)

En general los asesores financieros, corresponden a instituciones financieras con alta presencia en la banca comercial, a modo de ejemplo señalamos; (Bancos de inversiones como Celfin Capital, Larraín Vial), y otros relacionados a Bancos extranjeros, como; (BBVA, BICE, Banchile, entre otros.) con baja actividad en negocios tradicionales de la banca o agentes de bolsa nacionales.

3.2 Contrato de emisión de bonos

Una vez definida las condiciones financieras, este debe materializarse en un contrato de emisión, el que debe ser suscrito entre la sociedad que desea ofertar sus valores en el

mercado y el representante de los tenedores de bonos, quién actúa como contraparte en espera de la colocación efectiva.

En general la contraparte no participa activamente en las cláusulas de los contratos, sino más bien en una revisión de la normativa legal y reglamentaria en la realización. El representante de los tenedores de bonos se encarga de la coordinación de los tenedores, recibiendo información importante por parte del emisor fijado en el contrato, y se cerciora del cumplimiento de los resguardos establecidos.

La descripción detallada de las características de la emisión de deuda, identificadas dentro del contrato, corresponden en general a lo siguiente: el monto a emitir, las series inscritas de los bonos, las tasas de interés, amortizaciones, posibilidad de prepago, uso de los fondos, resguardos y garantías.

3.3 Clasificación de riesgo de bonos corporativos

La Clasificación de Riesgo de un instrumento, es muy común en los mercados financieros alrededor del mundo y consiste principalmente en asignar a los papeles de deuda, una determinada categoría de riesgo sobre una base homogénea. Esta clasificación es realizada generalmente por empresas privadas independientes que operan ya sea en mercados globales, como locales, dependiendo de las distintas normativas que tenga cada país. Las agencias de clasificación más conocidas en los mercados internacionales son Standard & Poor's Rating Agency y Moody's Investor Services, ubicadas en Nueva York, Estados Unidos.

Las clasificaciones más conocidas y utilizadas mundialmente que se otorgan a los instrumentos, es la que asigna AAA; para instrumentos de menor riesgo relativo, para luego seguir con AA, A y BBB; dentro de los grados de inversión, y luego BB para grados más especulativos. Por otro lado, se asignan signos positivos o negativos a las categorías AA e inferiores, para representar los riesgos relativos dentro de cada categoría.

Esta exigencia legal comenzó a regir en Chile a partir del año 1989, donde en la actualidad existen tres clasificadoras de riesgo con vinculación a las tres que operan globalmente. Desde 1996 Standard & Poor's tiene una alianza con Fitch IBCA. Moody's con una

participación minoritaria en Humprey's, y Fitch, que controla a Fitch Chile mediante la adquisición de Duff & Phelps en materia internacional.

Es importante destacar también que, según la ley No 18.045 del Mercado de Valores en el artículo 8° bis se señala lo siguiente:

“En la inscripción de emisiones de títulos de largo plazo a que se refiere el título XVI, el emisor deberá presentar, conjuntamente con la solicitud de inscripción, dos clasificaciones de riesgo de los títulos a inscribir, realizadas de conformidad a las disposiciones del Título XVI. Tratándose de la inscripción de los títulos de deuda de corto plazo a que se refiere el Título XVII, bastará la presentación de una clasificación de riesgo de los títulos a inscribir, efectuada en la forma expuesta en el inciso anterior. Sin perjuicio de lo señalado en los incisos anteriores, tratándose de títulos de deuda destinados a ser ofrecidos en los mercados especiales que se establezcan en virtud del inciso segundo del artículo anterior, la presentación de las clasificaciones de riesgo será voluntaria. En todo caso, las clasificaciones de riesgo que se presenten deberán someterse a las disposiciones contempladas en el Título XIV de la ley”. (Hacienda, 2012)

3.3.1 Clasificación Preliminar

Para poder determinar un nivel de riesgo relativo al bono que se quiere emitir, se debe determinar la solvencia del emisor, para esto se necesitan dos enfoques los cuales se complementan entre sí.

a) Enfoque Cualitativo:

En primer lugar, se necesita un perfil del negocio, donde a partir de información cuantitativa, proveniente principalmente de los Estados Financieros de la empresa, se pretende entender el negocio de la compañía y la posición relativa que se tiene de ello.

b) Enfoque Cuantitativo:

En segundo lugar, corresponde al perfil financiero, cifras e indicadores que muestren la capacidad de las empresas para cumplir con sus obligaciones, políticas de largo plazo y el grado de compromiso de la administración.

De esta manera se obtiene la clasificación de solvencia, entonces, empresas que operan en industrias que son inestables y de alta volatilidad, necesitarán una mayor fortaleza financiera, con respecto a aquellas que opera en una industria más estable, con el fin de tener la misma clasificación. Es esperable también que compañías que dominan una industria competitiva, tengan mejores calificaciones que aquellas empresas más pequeñas, ya que pueden ser más vulnerables teniendo una estructura financiera parecida.

Determinación de la clasificación inicial

Sobre la base de los aspectos cuantitativos y cualitativos indicados en los párrafos anteriores, el Comité de Clasificación asignará al título en cuestión, una de las siguientes categorías de riesgo: AAA; AA; A; BBB; BB; B; C.

En aquellos casos, en que se observe un incumplimiento efectivo en el pago de intereses o capital, o en que haya un requerimiento de quiebra en curso, automáticamente se procederá a clasificar en categoría D ó E.

3.3.2 Análisis de las características del instrumento

Para los efectos de evaluar las características del instrumento se considerarán los resguardos y las garantías.

Resguardos del Instrumento

Los resguardos corresponden a acuerdos en el contrato de emisión que establecen las características de la deuda y financieras del emisor. Se puede resumir en los siguientes aspectos:

- a) Limitaciones, obligaciones y prohibiciones.
- b) Causas de aceleración en el pago.
- c) Responsabilidades ante fusiones, divisiones o transformaciones.

El primer caso corresponde a obligaciones por parte del emisor de mantener información clara a los tenedores de los bonos como también de la calidad crediticia.

Entre estos compromisos se encuentra:

- Entrega de hechos relevantes e información financiera.
- Mantener activos libres de gravámenes.
- Provisiones por contingencias adversas.
- Seguros para proteger los activos del emisor.
- Razones financieras como endeudamiento máximo, liquidez mínima, cobertura de intereses, entre otros.

En el segundo caso, las causales de aceleración generan que se efectúe el pago total de la obligación ante situaciones que generen problemas de solvencia, como en el caso de:

- No pago de cupones del bono u otra deuda.
- Aceleración de otra deuda.
- Disolución anticipada de la sociedad.
- Insolvencia o convenios judiciales.
- Antecedentes falsos.
- Incumplimiento de los compromisos señalados anteriormente y mantener esto durante un tiempo establecido.

Con respecto al tercer aspecto, el compromiso va en mantener la responsabilidad de la empresa con respecto a la emisión o de las sociedades resultantes si es que hay un eventual cambio en la estructura societaria.

Si en el contrato se presentan suficientes resguardos para los tenedores de bonos, la clasificación del bono debería ser igual a la de la solvencia.

Garantías del Instrumento

En caso de la emisión de bonos, se busca asegurar el cumplimiento de pago de la obligación, como también las oportunidades de que esos pagos se generen, en este sentido cuándo debe liquidarse un activo físico, es difícil de asegurar. Es por esto que las garantías no son muy significativas en cuanto a la clasificación de riesgo de un bono, pero sí pueden mejorar la clasificación de solvencia.

3.3.3 Clasificación final del instrumento

En la clasificación final se tomará como antecedente básico la categoría asignada en la clasificación preliminar, con el objeto de mantenerla o modificarla una vez evaluadas las características del instrumento. Para estos efectos se verificará si el instrumento cuenta con garantías suficientes, en cuyo caso la clasificación preliminar podrá subirse, de lo contrario deberá determinarse si existen resguardos suficientes, caso en que la clasificación final corresponderá a la preliminar. Si no hubiere resguardos, o estos fueren considerados insuficientes, la clasificación preliminar deberá bajarse.

A continuación se resumen los criterios de determinación de la clasificación final para un determinado instrumento, los cuales serán aplicados en cada oportunidad, en función de lo que resuelva el Comité de Clasificación:

- a) La clasificación final podrá bajar de categoría respecto a la clasificación preliminar, si el instrumento no cuenta con resguardos ni garantías suficientes.
- b) La clasificación preliminar se mantendrá, si el instrumento cuenta con resguardos suficientes y no goza de garantías suficientes.

- c) La clasificación final podrá subir de categoría respecto de la clasificación preliminar si el instrumento cuenta con garantías suficientes.
- d) La clasificación final sólo podrá subirse a Categoría AAA cuando el instrumento cuente con garantías suficientes que aseguren que el pago total se hará en las mismas condiciones y plazos pactados con el emisor.

Con todo lo antes mencionado, en el caso de las categorías de riesgo que van entre AA y B, el Comité de Clasificación podrá resolver agregar los símbolos (+) y (-), para distinguir entre aquellos casos en que el riesgo del título se encuentra en el rango superior o inferior de la categoría en cuestión.

3.3.4 Categorías en la clasificación de riesgo de bonos

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

Categoría B

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Categoría C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Categoría D

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

Categoría E

Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente, o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

El paso siguiente al de la clasificación del instrumento por parte de una entidad privada e independiente, es la etapa de la inscripción en el organismo regulador, tal como señala el párrafo a continuación:

3.4 Inscripción en la superintendencia de valores y seguros

Según lo dispuesto en el título XVI de la ley 18.045 de Mercado de Valores, aquellos instrumentos de deuda que se quieran ofrecer en el mercado Chileno, por instituciones no financieras, debe ser en forma de bonos, los que deben inscribirse en el registro de valores de la SVS, y en el caso de instituciones financieras, deberán inscribirse en los registros de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). (Hacienda, 2012)

La Norma de Carácter General 30 de 1989 establece el proceso de inscripción y las modificaciones que se hayan realizado, además detalla las condiciones y requisitos que debe cumplir la sociedad emisora. En lo que respecta a Bonos Corporativos, la sección IV detalla los siguientes requerimientos: (Normativa SVS, 1989)

- Escritura de emisión: Contrato que realiza el emisor de los valores con el representante de los tenedores de bonos, en donde se establecen las cláusulas de la emisión.
- Prospecto: Documento que proporciona información sobre los aspectos de la emisión del instrumento, características del bono, negocios de la compañía, resguardos y garantías, como también los Estados Financieros de la empresa.
- Antecedentes adicionales: Se encuentran las autorizaciones para realizar la emisión, normas de seguridad, certificados de las clasificadoras de riesgo, entre otras.

Los certificados que indican la clasificación de riesgo del bono, deben obtenerse en el momento de inscripción en la SVS y no durante la colocación como en otros mercados desarrollados.

3.5 Inversionistas Institucionales

En general la demanda de los mercados de deuda en Chile, está formada principalmente por inversionistas institucionales. A fines de los 80' y principios de los 90' se vió un importante volumen de colocaciones por parte de empresas eléctricas y de telecomunicaciones, además de las A.F.P, quienes emitieron instrumentos de financiamiento, ya que en aquella época, el acceso al financiamiento era muy limitado.

Hoy en día los instrumentos son mucho más sofisticados de acuerdo a los requerimientos que establecen los inversionistas institucionales. Las AFP son los inversionistas más relevantes de estos instrumentos, en particular por bonos de plazos medios, de 8 a 12 años. Por otro lado las compañías de seguros de vida demandan bonos a más largo plazo, de 20 años o más para el calce con sus obligaciones de largo plazo. Considerar que en ambos casos, se permite invertir en instrumentos con clasificación de riesgo BBB- o superiores, en general la tendencia es invertir en bonos con clasificación A hacia arriba.

3.6 Colocación de Bonos

Se realiza generalmente mediante un remate en la Bolsa de Comercio de Santiago, dentro de los remates más conocidos y más utilizado está el Remate Holandés, el cual, a diferencia del Remate Electrónico Tradicional, radica en la modalidad de adjudicación y asignación de transacciones, donde los usuarios de renta fija ingresan sus posturas de compra sobre las ofertas que tomen, para una vez terminado el horario del remate, se ordenan las posturas privilegiando las que presenten mejores tasas y precios de compra, y aquellas que tengan igual tasa o precio, se asigna mayor prioridad aquellas que fueron ingresadas con antelación. Ordenadas las posturas, se suman las cantidades hasta completar la oferta de venta, asignándose las ofertas a las posturas que quedaron seleccionadas dentro de esa suma. Finalmente, la tasa o precio de adjudicación es única para la oferta, siendo la tasa o precio de la última postura de la adjudicación.

La relación entre la tasa de colocación efectiva, y la tasa de carátula, determinará el monto final recaudado por el emisor, en este punto toma mucha importancia el asesor financiero, ya que es, quien debe destacar las características y ventajas del instrumento antes los potenciales inversionistas. Para esto, generalmente se realizan presentaciones (Road Show) a inversionistas institucionales y analistas del mercado de renta fija, presentaciones en las que se ha observado una mayor diversificación de potenciales interesados como lo es el caso de inversionistas de Fondos Mutuos, Bancos y Personas naturales en posesión de altos patrimonios.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

En el año 2008, existió una desconfianza generalizada en los mercados Internacionales debido a la crisis Financiera Subprime originada en Estados Unidos, lo que trajo consigo un encarecimiento en el acceso al crédito por parte de Instituciones Financieras. Las empresas locales, en la búsqueda de un desarrollo permanente, actualización e implementación de nuevas tecnologías, expansión de la empresa a otros nichos de mercados, líneas de producción y cualquier iniciativa que se tenga para obtener un mejor posicionamiento en la industria; vieron como una posibilidad real la obtención de financiar sus proyectos en el mercado nacional, debido a las beneficiosas condiciones económicas imperantes. Para tal iniciativa, el organismo regulador agilizó los plazos en la colocación de Bonos Corporativos en vista del encarecimiento en las tasa de interés, incentivando a las empresas a financiar sus proyectos con instrumentos de deuda transados en el mercado local.

Es precisamente la última etapa en el proceso de emisión de un Bono corporativo donde se suscita el problema, ya que en la colocación del instrumento de deuda se fija la tasa de Interés que cancelará el Emisor al Inversor, por intermedio de cupones. Esta Tasa de Interés tiene directa relación con las Tasas del Largo plazo emitidas por el Banco Central para Instrumentos de renta fija, como los son, los Bonos Soberanos, (BCP) y (BCU) en tasa Nominal o Real. En ningún caso la Tasa de Interés del Instrumento Corporativo en su emisión, será menor a la Tasas del Largo Plazo emitidas por el Central, puesto que los instrumentos emitidos por un estado, se asumen son libres de riesgo, por lo cual, una empresa deberá colocar un Bono Corporativo en el mercado a una tasa mayor, (diferencia a la cual se denomina Spread), con la finalidad de captar la atención de los inversionista y dar un premio por el mayor riesgo asumido. Todo lo anterior se reduce a determinar aquellos factores que tiene mayor preponderancia en la determinación del Spread en colocaciones de Bonos Corporativos en Chile bajo un escenario de crisis Financiera.

El presente proyecto de tesis, pretende analizar los principales factores que tienen incidencia directa en la determinación del Spread en colocación de Bonos Corporativos, y analizar aquellos factores que subyacen de las variables en que se mueve este diferencial, para inferir y determinar, cuál de las variables tiene mayor preponderancia en la determinación del diferencial entre tasas de Interés. (Spread)

OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN

OBJETIVO GENERAL

Determinar los factores que tienen incidencia directa en la determinación del Spread en la emisión de Bonos Corporativos

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Identificar aquellos factores que tienen mayor preponderancia al momento de determinar el Spread en Bonos Corporativos, mediante cuestionarios efectuados a docentes y profesionales del área Financiera.
2. Identificar cuál de las fuentes Internas o Externas de información tiene mayor relevancia al momento de determinar; el diferencial entre la tasa de rentabilidad del bono y de un instrumento emitido por el Banco Central con similar periodo de maduración (SPREAD). Mediante entrevistas realizadas a docentes y profesionales del área Financiera.
3. Exponer los motivos por el cual los inversionistas prefieren destinar sus recursos invirtiendo en Bonos Corporativos por Sobre Instrumentos Soberano, mediante cuestionario efectuado a profesionales docentes del área Financiera.

METODOLOGÍA

La presente tesis tiene un enfoque cuantitativo, de tipo descriptivo-explicativo, y se llevará a cabo mediante las siguientes etapas mencionadas a continuación:

Etapas 1: Recopilación de Información.

La información necesaria para desarrollar el presente proyecto de tesis, se obtendrá mediante la revisión de diversos medios informativos, a objeto de lograr un cabal conocimiento y entendimiento del tema a desarrollar, para ello la elección del material seleccionado, se presenta a continuación:

La recopilación de información se basará en:

- Revisión de textos bibliográficos asociados a Temas Financieros
- Revisión de sitios Web relacionadas al proyecto de tesis.
- Consultas a docentes y/o personas entendidas en el área Financiera, quienes podrán emitir un juicio de valor con respecto al tema que se pretende desarrollar, todo lo anterior mediante un cuestionario con preguntas abiertas.

Con la revisión realizada a los medios de información, se podrá dilucidar además si existe algún texto o tesis asociado al tema en desarrollo, a modo de complementar los estudios existente y aportar en conocimientos sobre aquellas a materias que a la fecha no han sido desarrolladas.

Etapas 2: Sistematización de la Información y selección de los sujetos en estudio.

La información recopilada se ordenará principalmente mediante resúmenes y cuadros si fuese necesario, para extraer del texto revisado aquellas materias que sean de principal interés en el tema de tesis. Si en su defecto el texto no proporciona la información suficiente para ser utilizada, se complementarán con textos de similares características, a objeto de obtener conceptos depurados y necesarios para el desarrollo del tema.

Selección del sujeto en estudio

Para el presente proyecto de tesis, el sujeto en estudio, serán todas aquellas personas que tengan un conocimiento técnico en el área financiera y que puedan aportar desde su experiencia y conocimiento, información oportuna y veraz con respecto al tema en cuestión.

Criterios de Selección

Para seleccionar al sujeto en estudio, se requiere que este cumpla requisitos copulativos para calificar como entendido en la materia del tema, para ello, debe contar con un título universitario en el área de las finanzas, con un mínimo de 5 años de experiencia y ejercer la docencia o un cargo asociado en una empresa privada relacionada a las Finanzas Corporativas.

Etapas 3: Elaboración, Validación y Aplicación de Instrumento.

Como se mencionó en el punto anterior, el sujeto será seleccionado de acuerdo a las capacidades técnicas y conocimientos que posea en el área de la investigación, para ello se elaborará un cuestionario con preguntas abiertas, a modo que el entrevistado pueda responder de forma distendida y pueda además argumentar sus respuestas.

Entrevista y cuestionario

El Instrumento elaborado para obtener la información necesaria del sujeto en estudio, será mediante un cuestionario de preguntas elaborados de forma escrita, las cuales se utilizarán en las entrevistas personales, a modo que el entrevistado no tenga conocimiento de las preguntas siguiente, ya que pudiese sesgar la respuesta con el objetivo de responder varias preguntas a la vez.

Validación

El cuestionario se validará a través de juicio de expertos, para posteriormente tabular la información obtenida en la aplicación del Instrumento, en función de las categorías establecidas.

Aplicación

Las entrevistas mediante cuestionario serán aplicadas a docentes de diversas Universidades, los cuales poseen conocimientos en el área financiera, de profesión Auditor mención Finanzas e Ingenieros Comerciales.

Etapa 4: Análisis y discusión de resultado de la información recopilada.

Criterios para ordenar la información

Actividad: Ordenar la información en categorías y cuadros

La información obtenida, se ordenará en un cuadro, para determinar la tendencia que tuvo el entrevistado en las posibles respuestas dadas a conocer. De esta forma se categoriza la información, acotando las respuestas del entrevistado en dos grandes categorías, las cuales están directamente relacionadas con los objetivos que se pretende cubrir. Ver cuadro Anexo N° 8

- Interpretación de la información recopilada

Una vez categorizada la información en el cuadro antes mencionado, las respuestas se interpretarán según la tendencia que el entrevistado manifieste al momento de responder y el objetivo que cubre.

- Elaboración de las conclusiones

Se desarrollarán las conclusiones asociadas a la investigación, según los resultados obtenidos en las entrevistas, las cuales serán contrastadas con el marco teórico de esta investigación y posteriormente con los objetivos propuestos inicialmente.

- Edición del Informe Final.

Se elaborará el informe final por medio de las conclusiones obtenidas en la investigación, con la síntesis de la información obtenida de los sujetos en estudio, la que arrojará datos valiosos con respecto a los objetivos propuestos y al tema “Análisis de factores que determinan el Spreads en colocación de Bonos Corporativos en Chile bajo un escenario de crisis financiera”.

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

El objetivo del presente trabajo es determinar aquellos factores que tienen mayor incidencia en el spread de Bonos Corporativos en el mercado chileno. Para ello a continuación se elabora una definición del concepto Spread y los estudios existentes a la fecha por autores internacionales.

Spread

El spread es definido como un diferencial entre la tasa de retorno de mercado para los bonos de empresas y la del bono del Tesoro de igual plazo al vencimiento.

El spread de los bonos nace de la existencia de un diferencial entre la tasa que paga un bono del tesoro o (bono del gobierno), que corresponde a la tasa libre de riesgo y la tasa que ofrecen las empresas que deciden emitir estos títulos de deuda. Estos últimos necesariamente ofrecen una mayor tasa, debido a que tienen incorporado un componente de riesgo que obviamente no tiene incorporado los instrumentos emitidos por el Estado de un país, debido al respaldo económico que lo sustenta.

A continuación se dan a conocer investigaciones relacionadas con el spread de diversos autores, para lograr un acercamiento y mejor entendimiento del tema en desarrollo.

Estudios Desarrollados con respecto a las variables que determinan el Spread en colocación.

Uno de los estudios pionero en este tema, fue efectuado por Fisher (1959), quien analizó el premio por riesgo de default de los bonos, suponiendo que a mayor riesgo mayor será el spread de retornos.

El estudio realizado por Fisher, consideró básicamente tres medidas que permitirían aproximar la probabilidad de default; (incumplimiento de obligaciones de pago por parte del emisor), en las que se encuentra: La variación de los ingresos de la firma emisora en años precedentes, Longitud del tiempo sin caer en default de la firma, y por último el Ratio Capital/Deuda.

El autor encuentra que el factor variabilidad de los ingresos tiene una relación positiva, y todos los factores restantes presentaron una relación negativa con respecto al spread de los bonos.

En conclusión, el estudio realizado confirmó que los bonos corporativos con mayor riesgo de caer en default y con poca liquidez de mercado, tienen mayores spreads de retornos en su colocación.

En cambio Elton, Gruber, Agrawal y Mann (2001) muestran que el diferencial de tasas puede provenir principalmente de tres factores: como lo son: La pérdida esperada por default, El premio por impuestos y El premio por riesgo.

- La principal conclusión de los autores es que sólo un 17,8% del spread de los bonos corporativos es explicado por el premio por default.
- El segundo factor analizado corresponde a la existencia de un diferencial de impuestos en el mercado de EE.UU., que se genera debido a que los bonos corporativos, a diferencia de los bonos del gobierno, están sujetos a un impuestos, ya que el cupón es imponible, y además, si la firma cae en default, el monto perdido es capital y los impuestos son recuperados.
- Un tercer factor considerado en la determinación del spread de los bonos es un premio por riesgo sistemático. El porcentaje explicado por este último factor introducido es un 85% del spread remanente, es decir, de aquel spread no explicado por las anteriores variables.

Campbell y Taksler (2003) muestran cómo la evolución de la rentabilidad y la volatilidad de las acciones impacta en el spread entregado por los bonos de las mismas corporaciones.

Los autores señalan que el precio de las acciones aumenta cuando los inversionistas se vuelven más optimistas acerca de las ganancias futuras que pudiese obtener la compañía, si se espera que las ganancias se incrementen, entonces se debería esperar que disminuya la probabilidad de default y, por lo tanto, esto debería repercutir en una disminución del spread de los bonos corporativos.

Por otra parte, la volatilidad tiene efectos opuestos en las acciones y en el precio de los bonos, por lo tanto, dado un nivel de ganancias esperadas, la volatilidad del valor de la

firma dañará a los tenedores de bonos; cuando una firma se enfrenta a una mayor volatilidad aumenta también su probabilidad de caer en default y, por lo tanto, hace empeorar la situación de los tenedores de bonos; por el contrario, para los accionistas un aumento en la volatilidad les provocará un efecto positivo.

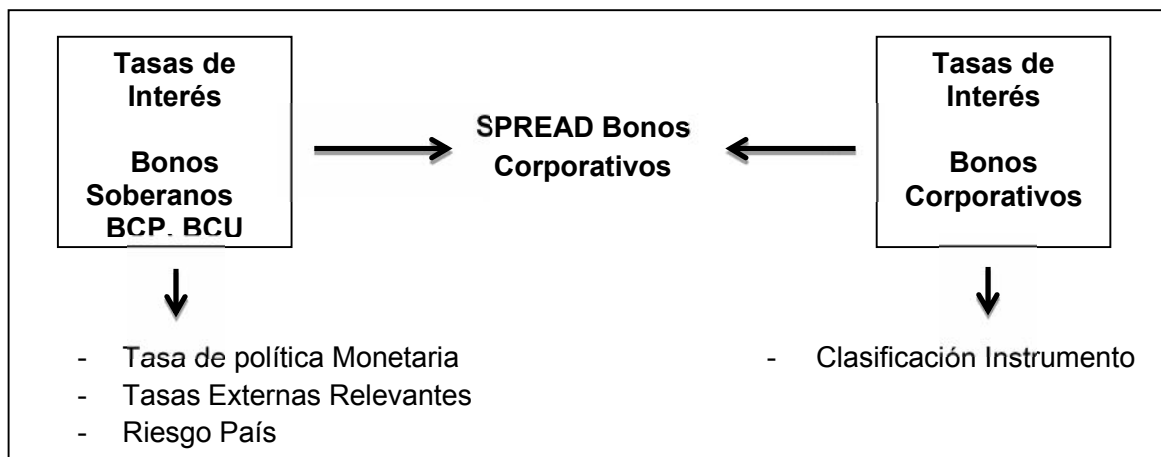
La intuición de los autores es coherente con Black y Scholes (1973) y especialmente Merton (1974) donde se muestra que los tenedores de bonos corporativos riesgosos, pueden ser vistos como tenedores de bonos libres de riesgo y que han emitido una opción put a los accionistas de la firma. Asimismo, la volatilidad, es relevante para poder determinar el precio de una acción y, por el análisis anterior, también lo es para la deuda corporativa.

En resumen Campbell y Taksler, sobre la base de Merton (1974), esperan que esa volatilidad tenga un efecto positivo en el spread de tasas, y por otra parte que los retornos de las acciones tengan un efecto negativo en el spread, tal como lo documentó Kwan (1996).

Los resultados señalan la importancia de la volatilidad como determinante de los spreads de los bonos corporativos, adicionalmente se obtiene que la volatilidad impacta más al spread que la clasificación crediticia.

Para analizar las variables propuestas en la presente tesis, se elaboró un cuadro resumen con cada una de las variables que subyacen de los Instrumentos principales, como los: Bonos Soberanos y Bonos Corporativos.

Cuadro N° 1: Aspectos relevantes en la determinación del spread en bonos corporativos



Elaboración propia, 2011, cuadro resumen

Para explicar el cuadro resumen anterior, cabe señalar que el SPREAD Bonos Corporativos, es un diferencial entre la Tasa de Interés de un Bono Soberano y la tasa de interés que se fija en la emisión de un Bono Corporativo. En resumen, el Spread, es una variable que depende de los factores que determinan las tasas para ambos instrumento, por lo que a continuación se detallarán los factores propuestos en el cuadro resumen, a modo de determinar cuál de ellos tiene un efecto importante en las tasas de interés para cada uno de los instrumentos asociados.

Tasa de política monetaria

Primeramente hay que mencionar que la Política Monetaria, es una política económica que usa la cantidad del dinero circulante como variable de control, para asegurar y mantener la estabilidad económica. Para ello, las autoridades monetarias, en Chile el (Banco Central) usan mecanismos como la variación del tipo de interés, y participan en el mercado de dinero.

Cuando se aplica para aumentar la cantidad de dinero, se le llama política monetaria expansiva, y cuando se aplica para reducir la cantidad de dinero se denomina, política monetaria restrictiva.

Objetivos que persigue la Política Monetaria

- Estabilidad del valor del dinero
- Plena ocupación o pleno empleo (mayor nivel de empleo posible)
- Evitar desequilibrios permanentes en la balanza de pagos

Mecanismos con los que cuenta el Banco Central

El banco central puede influir sobre la cantidad de dinero y sobre la tasa de interés, a través de:

- Cambios en el tipo de interés
- Variación del coeficiente de caja
- Operaciones de Mercado Abierto

La elección del mecanismo intermedio a utilizar depende de su facilidad de manejo, de la cantidad de información respecto sobre cada medida, y del objetivo final que se quiere conseguir. Un buen candidato es la tasa de interés, ya que se conoce en el acto, mientras que determinar la cantidad de dinero lleva algunos días.

Para efectos de la investigación, solo se considerará Cambios en el tipo de Interés y Operaciones de Mercado Abierto, debido a que ambos puntos tienen directa relación en la variación que pudiese experimentar las tasas de Interés del largo plazo.

Variación del tipo de interés

El tipo o tasa de interés indica cual será el interés de colocación del Banco por el crédito que otorga.

Por eso, si el tipo de interés es muy alto, no todos los inversores podrán permitírselo, y no solicitarán muchos préstamos. El dinero se quedará en el banco. En cambio, una baja de los tipos de interés incentiva la inversión y la actividad económica, ya que los empresarios dispondrán fácilmente de dinero para invertir en sus diversos proyectos.

Por tanto, los cambios en la tasa de interés están relacionados directamente con la cantidad de dinero que circula en el mercado.

Operaciones de mercado abierto

Con este nombre se conoce a las operaciones que realiza el Banco Central de títulos de deuda pública en el mercado abierto, esta deuda pública, son títulos emitidos por el Estado, y pueden ser letras, bonos y obligaciones.

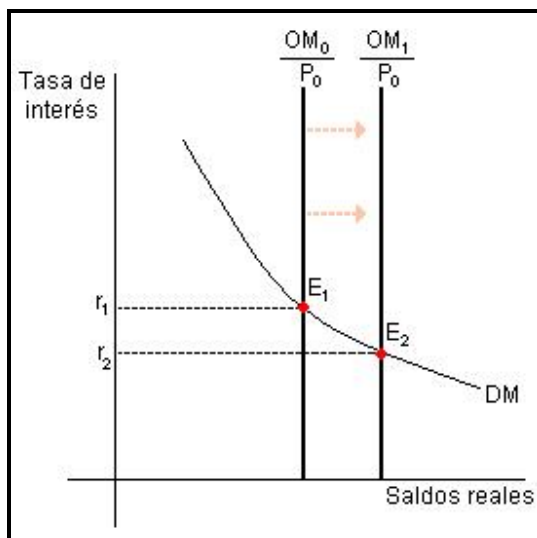
Si el Banco Central pone de golpe a la venta muchos títulos de su cartera y los ciudadanos o los bancos los compran, el banco central recibe dinero de la gente, y por tanto el público dispone de menos dinero. De esta forma se reduce la cantidad de dinero en circulación, en cambio, si el banco central decide comprar títulos, está inyectando dinero en el mercado, ya que la gente dispondrá de dinero que antes no existía.

Tipos de política monetaria

Puede ser expansiva o restrictiva:

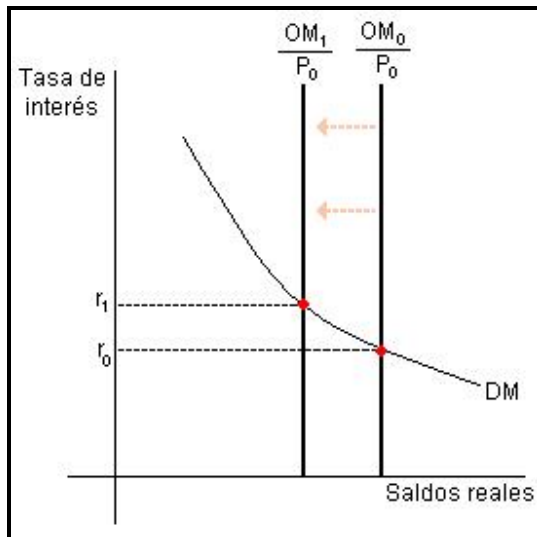
- Política monetaria expansiva: cuando el objetivo es poner más dinero en circulación. Ver gráfico 1.

Gráfico 1: Política Monetaria Expansiva



- Política monetaria restrictiva: cuando el objetivo es quitar dinero del mercado. Ver Gráfico 2

Gráfico 2: Política Monetaria Restrictiva



La tasa de Política Monetaria, es una tasa de corto plazo la cual tiene incidencia en las tasas del largo plazo, ya que los instrumentos emitidos por el estado tienen plazo de maduración como mínimo un año.

Tasa de interés externas relevantes

La tasa de interés es el porcentaje al que se está invirtiendo un capital en un periodo de tiempo determinando, lo que se refiere como "el precio del dinero en el mercado financiero".

En términos generales a nivel individual, la tasa de interés (expresada en porcentajes) representa un balance entre el riesgo y la posible ganancia (oportunidad) de la utilización de una suma de dinero en una situación y tiempo determinado. En este sentido, la tasa de interés es el precio del dinero, el cual se debe pagar/cobrar por tomarlo prestado/cederlo en préstamo en una situación determinada. Por ejemplo, si las tasas de interés fueran la mismas tanto para depósitos en bonos del Estado, cuentas bancarias a largo plazo e inversiones en un nuevo tipo de industria, nadie invertiría en acciones o depositaria en un banco. Tanto la industria como el banco pueden ir a la Quiebra, un país no. Por otra parte,

el riesgo de la inversión en una empresa determinada es mayor que el riesgo de un banco o un país. Sigue entonces que la tasa de interés será menor para bonos del Estado que para depósitos a largo plazo en un banco privado, la que a su vez será menor que los posibles intereses ganados en una inversión industrial.

De esta manera, desde el punto de vista del Estado, una tasa de interés alta incentiva el ahorro y una tasa de interés baja incentiva el consumo. Esto permite la intervención estatal a fin de fomentar ya sea el ahorro o la expansión, de acuerdo a objetivos macroeconómicos generales.

Dado lo anterior, las tasas de interés "reales" (al público) se fijan en relación a tres factores:

- a) La tasa de interés que es fijada por el banco central de cada país para préstamos (del Estado) a los otros bancos o para los préstamos entre los bancos (la tasa entre bancos). Esta tasa corresponde a la política macroeconómica del país (generalmente es fijada a fin de promover el crecimiento económico y la estabilidad financiera). Tasas de interés por bancos al público se basan en esta más un factor que depende de:
- b) La situación en los mercados de acciones de un país determinado. Si los precios de las acciones están subiendo, la demanda por dinero (a fin de comprar tales acciones) aumenta, y con ello, la tasa de interés.
- c) La relación a la inversión similar que el banco habría realizado con el Estado de no haber prestado ese dinero a un privado. Por ejemplo, las tasas fijas de hipotecas están referenciadas con los bonos del Tesoro a 30 años, mientras que las tasas de interés de préstamos circulantes, como las de las tarjetas de crédito, están basadas en los índices Prime y dependen también de las políticas de encaje del Banco Central.

Así, el concepto de tasa de interés admite numerosas definiciones, las cuales varían según el contexto en el cual es utilizado, a su vez, en la práctica, se observan múltiples tasas de interés, por lo que resulta difícil determinar una única tasa de interés relevante para todas las transacciones económicas. Las tasas más comunes son:

Tasa de interés activa: Es el porcentaje que las instituciones bancarias, de acuerdo con las condiciones de mercado y las disposiciones del banco central, cobran por los diferentes tipos de servicios de crédito a los usuarios de los mismos. Son activas porque son recursos a favor de la banca.

Tasa de interés pasiva: Es el porcentaje que paga una institución bancaria a quien deposita dinero mediante cualquiera de los instrumentos que para tal efecto existen.

Tasa de interés preferencial: Es un porcentaje inferior al normal o general, que se cobra a los préstamos destinados a actividades específicas que se desea promover, ya sea por el gobierno o una institución financiera.

Tasa de interés real: Es el porcentaje resultante de deducir a la tasa de interés general vigente la tasa de inflación.

Tasa de interés externa: Precio que se paga por el uso de capital externo. Se expresa en porcentaje anual, y es establecido por los países o instituciones que otorgan los recursos monetarios y financieros.

Riesgo país

El riesgo país es el riesgo de una inversión económica debido sólo a factores específicos y comunes asociados al país que realiza la inversión. Puede entenderse como un riesgo promedio de las inversiones realizadas en cierto país o en su defecto como la incapacidad de un Estado para cumplir con sus obligaciones con algún inversionista extranjero, por razones fuera de los riesgos usuales que surgen de cualquier relación crediticia.

Cada país, de acuerdo con sus condiciones económicas, sociales, políticas o incluso naturales y geográficas, genera un nivel de riesgo específico para las inversiones que se realizan en él. Este riesgo es específico de ese grupo de condiciones y se lo conoce como Riesgo País, el cual es evaluado de acuerdo con el conocimiento que cada inversionista tenga de dichas condiciones. Cualquier evaluación de riesgo expresará el nivel de probabilidad de sufrir una pérdida, ante lo cual existirá una mayor o menor necesidad de reducir o evitar las consecuencias de dicha pérdida.

Cuando el riesgo se refiere a un país, y quien lo mide es una entidad que busca colocar su dinero allí, ya sea como inversión financiera (préstamos) o productiva, dicha entidad buscará reconocer, a través de la rentabilidad, el nivel de riesgo en ese país. Si la rentabilidad que espera obtener al invertir no supera a la recompensa por asumir el riesgo de no poder recuperar su inversión, entonces la entidad buscará otra alternativa para invertir.

Los factores antes mencionados, tienen directa relación con la tasa de Interés en la emisión de Bonos Soberanos, ya que son aquellos que subyacen de la variable principal, tal como lo señala el cuadro resumen. Para completar el análisis, se dará a conocer el factor que tiene relación con la tasas de interés en la emisión del Bono Corporativo.

Clasificación del Instrumento

El objetivo principal de la clasificación de riesgo de instrumentos de deuda, es proveer a los inversionistas información respecto de la probabilidad de que el instrumento pague los intereses y amortizaciones en la forma y plazo contemplados en su contrato de emisión.

Instrumentos con clasificación de riesgo menos favorable son más vulnerables a cambios en la situación económica general o a la situación particular de la empresa. Si el mercado acepta esta opinión, entonces deberá exigir un mayor premio a los instrumentos más riesgosos.

Esta es la clasificación tradicionalmente utilizada para determinar el *spread* de una emisión de bonos.

La clasificación de bonos estará constituida por dos etapas:

- **Análisis Cualitativo**
- **Análisis Cuantitativo**

Análisis Cualitativo

La clasificación de riesgo de una emisión no se puede otorgar basándose exclusivamente en el análisis financiero, dado que éste no refleja a cabalidad la circunstancia específica y el potencial de las empresas; de ahí que el análisis cuantitativo debe ser complementado

con aspectos cualitativos, con el fin de llegar a una clasificación que se ajusta a la realidad de la empresa.

Entre los aspectos cualitativos que se considera y que pueden llegar a influir en la capacidad de pago oportuno de una emisión, están la calidad de la administración; los planes y estrategias; las oportunidades de mercado; la investigación y desarrollo de nuevos productos; los ciclos de vida de productos e industrias; los recursos humanos; las políticas de control, la auditoría, los aspectos fiscales, entre otros.

El proceso de clasificación implica una considerable interacción con los funcionarios de las compañías emisoras, con el fin de conocer con mayor profundidad sus fortalezas y debilidades.

Análisis Cuantitativo

Dentro de este campo se contempla un exhaustivo análisis de los estados financieros y de flujos de caja sobre bases históricas. De éste se desprende una evaluación del éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias anteriores frente a sus competidores, acreedores y la rentabilidad para sus accionistas.

El análisis histórico constituye la base sobre la cual se evalúa los pronósticos de la compañía. La tendencia en las razones financieras y de las principales variables permite dar credibilidad a las proyecciones presentadas. No obstante, el comportamiento pasado no se puede tomar como prólogo de lo que será el futuro y, por lo tanto, la proyección futura no está garantizada y amerita un considerable esfuerzo para estimar las condiciones potenciales de la entidad emisora.

Mediante los factores que subyacen a las variables principales para determinar el Spread en colocación de Bonos Corporativos, se pretende mediante entrevista a profesionales del área, determinar aquellos factores que tienen mayor preponderancia en la emisión de bonos Corporativos en Chile.

CONCLUSIONES

Con respecto al resultado de los cuestionarios aplicados, el tema en desarrollo, manifestó un gran nivel de aprobación e interés en las personas entrevistadas, haciendo notar que producto de la complejidad que reviste el tema en cuestión, es preferible considerar un cuestionario con preguntas abiertas, con el objeto que los entrevistados pudiesen aportar información desde sus conocimientos y no limitar al entrevistado a responder solo las posibles alternativas que se proponen.

Los profesionales entrevistados, al ser consultados por el término Spread, sesgaban sus respuestas, considerando que el término es muy utilizado en la industria bancaria, debido al diferencial entre la tasa de Captación y Colocación de las Instituciones Financieras. Posteriormente con un esquema que resume el tema en desarrollo, pudieron identificar y direccionar sus conocimientos, a lo que es el diferencial entre tasas de Interés o Rentabilidad, dependiendo del punto de vista en que se mire el tema; (Emisor-Interés, Inversionista-Rentabilidad)

Respecto a los Factores que tienen incidencia directa en la determinación del Spread en la colocación de Bonos Corporativos, los profesionales entrevistados coinciden en que son varios los factores que pueden ser relevantes en la determinación del Spread. Principalmente hacen alusión, a aquellas variables propias de la empresa, como lo son: Solvencia, Liquidez, Capacidad de Pago, con independencia que previo a la emisión se realice un análisis tanto Cualitativo como Cuantitativo de la situación actual y proyectada de la empresa. Con respecto a aquellos factores que son ajenos a la Organización, se pueden considerar todas aquellas variables Económicas o también denominadas variables fundamentales o Fundamentos de la Economía, como lo son, Inflación, Tasa de Política Monetaria. Tasas Externas Relevante, Riesgo País, entre otros, las cuales tienen incidencia directa en la determinación de las tasas de Interés del Largo Plazo para Instrumentos emitidos por el Banco Central. (BCP, BCU).

En relación a la fuente de financiamiento elegido en caso de existir una necesidad de Liquidez por parte de una empresa, los entrevistados se mostraron bastante distendidos en sus respuestas, considerando en que va a depender de la situación actual en la que se encuentre la entidad. En esta pregunta, el entrevistado determinó que la necesidad de

financiamiento por parte de una empresa depende única y exclusivamente de factores propios y atribuibles a la Organización, como lo son: Estructura de Capital y Estrategias sobre el Control.

Conforme con los antecedentes presentados a lo largo de esta investigación, se puede mencionar en esta instancia que la mayoría de los factores que subyacen de las variables consideradas en estudio, están directamente relacionadas con la Tasa de Interés del Bono Corporativo al momento de su emisión.

El estudio, tuvo como principal objetivo, determinar aquellos factores que tiene incidencia directa en la determinación del SPREAD en la emisión de Bonos Corporativos en Chile bajo un escenario de crisis Financiera.

Se concluirá en base a los objetivos inicialmente propuestos, los cuales se detallan a continuación.

Con respecto a aquellos factores que tienen mayor preponderancia en la determinación del Spread en bonos corporativos, se puede señalar que el Spread, es un término que se mueve entre dos variables, Tasas de Interés para Instrumentos emitidos por el Banco Central de Chile (BCP y BCU), y Tasa de Interés propia del Instrumento Corporativo Financiero, al momento de su emisión. El estudio determinó, que en gran medida los factores atribuibles a la variable Tasa de Interés del Bono corporativo, por intermedio de la Clasificación que se le otorga al Instrumento; es aquella, que tiene mayor preponderancia en la determinación del spread. En base a las opiniones de experto en materias Financieras, se pudo concluir, que una alta clasificación en el valor emitido, trae consigo una disminución en los niveles de spread, puesto que se condice con el paradigma de mercado, es decir, a menor riesgo menor será la rentabilidad exigida por el inversionista, sea este Institucional o Natural. En el caso que la agencia Clasificadora otorgue un alto nivel de riesgo al Instrumento emitido, esto significa que el Spread determinado será aún mayor, debido a que el instrumento al ser mas riesgoso, o la empresa al no contar con la solvencia, liquidez u otros factores propios de la misma, deberá asignar una mayor rentabilidad al instrumento para captar la atención de los inversionista, y poder así cumplir con su objetivo Financiamiento. Tener presente que para efectos del tema en desarrollo, podríamos concluir que en la determinación del

Spread, es relevante considerar la clasificación que se le otorga al valor, pero no olvidando que las condiciones establecidas al momento de la colocación del bono y el apetito de los inversionistas por demandar este tipo de instrumentos, tiene relación directa con la determinación del diferencial, pero en menor medida a lo inicialmente señalado.

Con respecto a las fuentes de información que tienen mayor relevancia, se puede concluir que aquellos factores propios de la Organización juegan un rol fundamental en la determinación del Spread en Bonos Corporativos. Esto, es debido, a que la principal variable en la determinación del Spread, es la tasa de rentabilidad del bono en su emisión, el cual está dado por la clasificación que se le otorga al instrumento por parte de la agencia clasificadora. La agencia en el proceso de análisis considera tanto aspectos cualitativos como cuantitativos de la entidad, los cuales se traducen en aspecto como: características de la industria, posicionamiento de la empresa en la industria, análisis financieros de solvencia, liquidez y Rentabilidad, y características de la administración y Propietarios.

BIBLIOGRAFIA

Libros:

- Barucci, E. (2003). *Financial Markets theory equilibrium, efficiency and information*. London: Springer.
- Jaffe, A. R. (2009). *Finanzas Corporativas*. México: McGraw-Hill.
- Jonathan, B. (2008). *Finanzas Corporativas*. Mexico: Pearson Educación.
- Madura, J. (2001). *Administración Financiera Internacional*. México: International Thomson Editores.

Páginas Web:

- Bolsa, V. L. (2010). *Valenzuela Lafourcade*. Obtenido de http://www.valenzuelalafourcade.cl/archivos_cargados/explicacion_bolsa.pdf
- Caja de Previsión de la Defensa nacional, d. d. (2003). *Reglamento Interno de las inversiones Financieras CAPREDENA en el Mercado de Capitales*. Obtenido de http://www.capredena.cl/transparencia/normativa/otros/cpdn1054_2003_reg_interno_inv_financieras.pdf
- Candia, B. A. (2011). *Tesis Universidad de Chile*. Obtenido de http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2011/ec-restovic_c/pdfAmont/ec-restovic_c.pdf
- Comercio, B. d. (1999). *Cuestionario de la Bolsa de Comercio de Santiago*. Obtenido de <https://www.u-cursos.cl/ingenieria/2004/2/IN551/1/.../objeto/39563>
- Comercio, B. d. (1999). *La Bolsa de Comercio de Santiago y el Mercado bursatil*. Obtenido de <https://www.u-cursos.cl/ieb/2010/1/0731/296101/material.../529868>
- Hacienda, M. d. (2012). *Ley de mercado de Valores 18.045*.
- Santiago, B. d. (1999). *Bolsa de Comercio de Santiago*. Obtenido de http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Instrumentos_del_Mercado.pdf
- SBIF. (2010). *Superintendencia de Bancos e Instituciones Financiera*. Obtenido de <http://www.sbif.cl/sbifweb3/servlet/Glosario?indice=5.0&letra=l>
- Seguros, S. d. (1989). *Normativa SVS*. Obtenido de http://www.svs.cl/sitio/normativa_tramite/ncg_30_1989.pdf
- Seguros, S. d. (2010). *SVS Educa*. Obtenido de <http://www.svs.cl/educa/600/w3-article-1589.html>

ANEXOS

INFORMACIÓN ENTREGADA POR PROFESIONAL EXPERTO EN MATERIA FINANCIERA POR MEDIO DE ENTREVISTAS

Persona entrevistada: Hardi Sepúlveda, Ingeniero Comercial

1.- ¿Considera usted que la rentabilidad de un Bono Corporativo, depende exclusivamente de la clasificación del Instrumento por parte de las Agencias Clasificadoras?

2.- ¿Qué factores considera que tienen una mayor ponderación al momento de determinar el SPREAD en Bonos Corporativos?

Rta.: Considero que uno de los factores que tiene mayor preponderancia en la determinación del Spread en la emisión de Bonos Corporativos, son las proyecciones que la empresa posee, con respecto a la situación Financiera, es decir, que la entidad no pueda cumplir con el pago de los cupones del Instrumento Financiero; y la situación Comercial, es decir, que las ventas no crezcan según las proyecciones que inicialmente se propuso. Resumiendo la información, y para efectos prácticos de la pregunta, a mi parecer, el Riesgo, sea este Financiero o Comercial, juega un rol fundamental en la determinación del Spread en la emisión de un Bono Corporativo.

3.- ¿Considera usted que bajas tasas de Interés a largo plazo en instrumentos emitidos por parte del Banco Central, contribuye a que empresas coloquen deuda en el Mercado Nacional, debido al menor costo de Endeudamiento?

Rta.: Hay que tener presente, que las tasas de las emisiones de bonos corporativos cuyo riesgo es superior a los bonos que emite el Banco Central o la Tesorería, parten de una base o piso mínimo común, que es la tasa de los bonos del Banco Central, (Bonos Soberanos), a los que se les considera como libres de riesgo para Chile. Es decir, la tasa final de un bono corporativo dependerá del nivel de la tasa libre de riesgo (BCU, BCP), más un diferencial denominado SPREAD.

Si bien es cierto, bajas tasas de interés para Instrumentos emitidos por el Banco Central, significa que la entidad emisora, podrá reducir los niveles de Spread, dependiendo de la clasificación que la agencia otorgue al Instrumento, y con ello, la tasa de Interés final propia del Bono, será menor, lo que implica que la empresa tendrá un menor Costo de Endeudamiento, aumentando el valor de la Empresa.

Desde el punto de vista del Inversionista, se puede dar la situación que sea poco atractivo, debido a las bajas tasas de rentabilidad, pero si lo compara con el costo oportunidad de invertir en instrumentos libre de riesgo, podrá deducir que aun es conveniente. En este punto dependerá de la sensibilidad del inversionista con respecto a la rentabilidad que desea obtener. Ahora como las tasas están tan bajas, como inversionista preferiría invertir o esperar emisiones de acciones a cambio de invertir en otro tipo de instrumentos, sea de Renta Fija o Variable.

4.- ¿En su consideración, que variables Económicas, cobra mayor importancia en la determinación de las tasas de Interés del Largo Plazo, para instrumentos de deuda, emitidos por el Banco central de Chile?.

Rta.: El nivel de estas tasas es determinado principalmente por lo que el mercado denomina como variables fundamentales o Económicas. Entre estas variables están la tasa de política monetaria (TPM); la inflación, el crecimiento económico; las tasas externas relevantes (principalmente de Estados Unidos); el riesgo país; el stock relativo (oferta) de instrumentos de deuda que se encuentra circulando. A mi parecer, la variable económica inflación cobra gran importancia en el caso de emisión de deuda en Pesos, para Instrumento emitidos por el Central. En este caso será poco atractivo o no muy bien recibido por el mercado si las proyecciones inflacionarias son muy altas, caso contrario sucede cuando la emisión se realiza en tasa real, es decir en Unidades de Fomento, puesto que la unidad considera las variaciones experimentadas por el alza sostenido en el nivel de precios,. Otra variable Económica que a mi consideración cobra gran importancia en las tasas de Interés del Largo Plazo, es el crecimiento económico o recesion, producto que una recesion provoca una disminución en la demanda de Instrumentos Soberanos, por lo cual el valor del instrumento cae, modificando las tasas de Interés para reactivar la economía. Por lo tanto, las variables económicos que en mi consideración cobran mayor importancia en la determinación de las Tasas de Interés del Largo Plazo son: Inflación

Crecimiento Económico, inversión extranjera, traducido en tasas externas Relevantes emitidas por el F.E.D, E.E.U.U.

5.- ¿Considera usted que una variación en la Tasa de Política Monetaria, sea esta expansiva o restrictiva, pudiese tener un efecto considerable sobre las Tasas de Interés del Largo Plazo para instrumentos emitidos por el Banco Central BCP, BCU?.

Rta.: Considero que tiene directa relación, aunque una cosa es la tasa interés rectora que esta en 2,75 y otra es las tasas para instrumentos Financieros del Banco Central. Ambas tienen que mantener una cierta coherencia, puesto que las Tasas de Interés del Largo, plazo tienden a ser un estimado de las Tasas actuales Vigentes del Central. Por lo pronto se esta aplicando una política monetaria restrictiva para evitar el sobrecalentamiento de la economía. En mi opinión si tiene efecto, pero no considerable puesto que el cálculo de las Tasas de Interés del Largo Plazo para Instrumentos emitidos por el Banco Centra, consta de una ponderación de Variables Económicas. Esto puede ser tema de estudio, para determinar, que efecto produce que la tasa interés suba o baje un punto en las reacciones del comportamiento de los instrumentos del Banco Central y la rentabilidad de los mismos.

6.- ¿Considera Usted que la Rentabilidad de un Bono Corporativo depende en gran medida de la Clasificación que la Agencia otorga al Instrumento, o las condiciones de Oferta y Demanda que imperan en el Mercado al momento de la emisión?

Rta.: En esta pregunta, estamos considerando el Bono con instrumento de Inversión y no de financiamiento. La rentabilidad no está determinado solo por la tasa, uno tiende a pensar que los Bonos son instrumentos de renta fija, pero no son solo de renta fija, puesto que se pueden convertir en renta variable, dependiendo del precio en que adquiero el bono. Si lo compro al precio establecido por la empresa y mantengo la inversión hasta su vencimiento, entonces la rentabilidad será la que indica el Instrumento, caso contrario sucede si se adquiere bajo o sobre el valor establecido y se vende con anterioridad a su periodo de maduración o vencimiento; pasando el instrumento a ser renta variable. Ahora bien, La agencia Clasificadora según sus procedimientos de análisis tanto Cuantitativo como Cualitativo, dará a conocer al mercado la clasificación que otorga al instrumento

según análisis previos, lo que es de suma importancia en la rentabilidad del Bono Corporativo, principalmente en la demanda, puesto que si la tasa Spread del Bono Corporativo es baja respecto a las tasas de rentabilidad para Bonos Soberanos, y la clasificación no es muy buena, entonces, ese instrumento Financiero no será atractivo para el inversionista. En este punto puedo concluir, que la Clasificación que el mercado otorga al instrumento por intermedio de la Agencia Clasificadora, juega un rol fundamental en la determinación de la prima por riesgo, considerando además que no es el único factor para inferir con respecto a la variable en estudio.

7.- Si un Inversionista desea destinar sus excedentes a un Instrumento de renta fija, específicamente a Bonos; ¿Considera usted que el Riesgo País puede ser un factor determinante en la decisión del Inversionista, si destinar sus recursos a Bonos Corporativos o Bonos Soberanos?

Rta.: En mi consideración va a depender de si el inversionista es extranjero o no, y del vehículo de inversión al cual pretende destinar sus recursos. (Bonos soberanos y/o corporativos). Si soy extranjero y quiero invertir en instrumentos tanto soberanos como corporativos en Bolivia, Venezuela o Ecuador, todos estos con un alto nivel de riesgo País; en estos casos no destinaría recursos a esa inversión, ni del gobierno (Soberano) ni de la empresa (Corporativos). Ahora si me hablan de Chile, país que posee bajos niveles de riesgo, según la Clasificadora Internacional J. P. Morgan, voy a decir que si, pero considerando que el riesgo país tiene mayor incidencia en los Bonos Soberano que en los Bonos Corporativos. Se puede dar el caso en que existe un riesgo país bajo, pero un riesgo elevado en la emisión de deuda por parte de una empresa. Lo que me hace concluir que el factor riesgo País, tiene incidencia principalmente en la decisión del Inversionista al destinar sus excedente en Bonos Soberanos por sobre Bonos Corporativos.

8.- ¿Cual es su opinión respecto a las medidas adoptadas por el Banco Central, respecto a los efectos que generó la Crisis Financiera Subprime en el Mercado Nacional?

Rta.: Una de las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional, fue la baja en las tasas de interés, en la actualidad Chile a pasado los efectos negativos de la crisis, lo que ha llevado al Banco Central a regular las tasa, subiéndolas de forma paulatina.

Como Política en la crisis Financiera Subprime, bajas tasas de interés producto de una política monetaria expansiva, tuvo por objetivo aumentar la demanda porque estábamos en periodo de recesion. En la actualidad los efectos de la crisis se han disipado por las buenas políticas implementadas, existiendo crecimiento económico en lo ultimo meses. A mi parecer la política monetaria expansiva y ahora restrictiva fue una buena decisión por parte del gobierno.

9.- ¿Considera usted que producto de la falta de liquidez en los mercados, se vio como una alternativa la emisión de Bonos Corporativos por parte de empresas, para financiar su proyecto, debido a los altos niveles de Spread?

Rta.: Efectivamente, elevados niveles de Spread provoca un incentivo a aprovechar esa coyuntura de mercado, lo que hace que las empresas se financien vía emisión de Deuda.

10.- De existir la necesidad de Financiamiento por parte de una empresa ¿qué instrumento sería de su elección considerando como opciones: Bonos y Acciones? ¿Por Qué?

Rta.: Depende de una serie de variables de la empresa. Primeramente un análisis financiero sería de gran utilidad para determinar la liquidez, endeudamiento y actividad. De tener bajo nivel de endeudamiento podría ser una posibilidad real la emisión de bonos por parte de la empresa, considerando además el mercado de capitales y el costo de emitir instrumentos financieros. El Costo o Estructura de Capital que posea la empresa también juega un rol fundamental en la decisión de financiare con Deuda o Acciones, entendiéndose que el financiamiento con deuda es de menor costo que con recursos propios. Otra variable a considerar es la importancia que la dirección da al control de la empresa, de mantener el control la emisión de deuda es la alternativa a considerar. En resumen la decisión de financiamiento, va a depender de las necesidades y requerimiento que tenga netamente la empresa, independiente que se quiera aprovechar una coyuntura de mercado.

ANEXO N° 2

Persona entrevistada: Osvaldo Maldonado Segovia, Auditor

1.- ¿Considera usted que la rentabilidad de un Bono Corporativo, depende exclusivamente de la clasificación del Instrumento por parte de las Agencias Clasificadoras?

Rta.: Creo que la calificación, es una variable, pero las condiciones imperantes en el mercado en el momento de la colocación, es una variable fundamental, como por ejemplo, las estructuras de tasas, las expectativas de los agentes, no obstante lo anterior, en la calificación del instrumento financiero, al ser la firma quien lo financia, se puede caer en un potencial conflicto de interés con la firma

2.- ¿Que factores considera que tienen una mayor ponderación al momento de determinar el SPREAD en Bonos Corporativos?

Rta.: La estructura de tasas de la economía, el riesgo del sector industrial al cual pertenece la firma.

3.- ¿Considera usted que bajas tasas de Interés a largo plazo en instrumentos emitidos por parte del Banco Central, contribuye a que empresas coloquen deuda en el Mercado Nacional, debido al menor costo de Endeudamiento?

Rta.: Creo que la concavidad de la estructura de tasas, puede ser una buena señal para colocar instrumentos financieros, pero el momento del tiempo en el cual la firma los decide colocar, dependerá otras variables, como condiciones macroeconómicas o condiciones de los distintos benchmark de mercado

4.- ¿En su consideración, que variables Económicas, cobra mayor importancia en la determinación de las tasas de Interés del Largo Plazo, para instrumentos de deuda, emitidos por el Banco central de Chile?

Rta.: Es un mix, por un lado las expectativas de los agentes, junto con las condiciones macroeconómicas, generan la concavidad o convexidad de la estructura de las tasas de interés de la economía

5.- ¿Considera usted que una variación en la Tasa de Política Monetaria, sea esta expansiva o restrictiva, pudiese tener un efecto considerable sobre las Tasas de Interés del Largo Plazo para instrumentos emitidos por el Banco Central BCP, BCU?.

Rta.: La tasa de Política Monetaria es una tasa overnight, esto quiere decir que son tasas intra diarias, las tasas largas dependen de otras variables, pero sin lugar a dudas puede haber una causalidad, para con las tasas largas

6.- ¿Considera Usted que la Rentabilidad de un Bono Corporativo depende en gran medida de la Clasificación que la Agencia otorga al Instrumento, o las condiciones de Oferta y Demanda que imperan en el Mercado al momento de la emisión?

Rta.: La rentabilidad del bono, dependerá de las condiciones de mercado, la calificación de la agencia es un punto, pero, creo que la rentabilidad del instrumento financiero viene determinada por las condiciones de oferta y demanda de estos instrumentos, además del apetito por riesgo de los inversionistas, y de la liquidez existente en el sistema financiero

7.- Si un Inversionista desea destinar sus excedentes a un Instrumento de renta fija, específicamente a Bonos; ¿Considera usted que el Riesgo País puede ser un factor determinante en la decisión del Inversionista, si destinar sus recursos a Bonos Corporativos o Bonos Soberanos?

Rta.: Si, creo que es una variable que puede afectar

8.- ¿Cual es su opinión respecto a las medidas adoptadas por el Banco Central, respecto a los efectos que generó la Crisis Financiera Subprime en el Mercado Nacional?

Rta.: Excelente, el mix de política, genero que nuestra salida de la crisis fuera mas como “V”, y no estemos atravesando por problemas como que la salida de la crisis será más bien como “W”

9.- ¿Considera usted que producto de la falta de liquidez en los mercados, se vio como una alternativa la emisión de Bonos Corporativos por parte de empresas, para financiar su proyecto, debido a los altos niveles de spread?

Rta.: La falta de liquidez de los mercados, se produce por un cambio en la composición del gusto y preferencia por el apetito por riesgo de los inversionistas, la decisión de buscar fuentes de financiamiento por bonos o acciones, puede llegar a ser un tema estratégico de la firma, más que una decisión financiera.

10.- De existir la necesidad de Financiamiento por parte de una empresa ¿qué instrumento seria de su elección considerando como opciones: Bonos y Acciones? ¿Por Qué?

Rta.: Depende de visión de la empresa, creo que más que una decisión financiera, va por un tema societario de la firma

ANEXO N° 3

Persona entrevistada: Juan Domingo Perez, Auditor, mención Finanzas

1.- ¿Considera usted que la rentabilidad de un Bono Corporativo, depende exclusivamente de la clasificación del Instrumento por parte de las Agencias Clasificadoras?

Rta.: No, No depende exclusivamente de la clasificación que la agencia clasificadora otorga al instrumento. Debido a que la empresa efectúa un desembolso para que dicha agencia clasifique el Instrumento, lo que puede generar conflicto de intereses o directamente colusión. Se han dado casos en que la agencia clasificadora, ha clasificado de buena forma al instrumento, y con el transcurso del tiempo la empresa no cuenta con las condiciones de solventar la deuda inicialmente contraída, lo que me hace suponer que no necesariamente una buena clasificación es motivo de altos Spread o elevadas tasas de rentabilidad del Instrumento en su emisión.

2.- ¿Que factores considera que tienen una mayor ponderación al momento de determinar el SPREAD en Bonos Corporativos?

Rta.: En mi opinión la Trayectoria de la Empresa, Análisis de Estados Financieros y sector Industrial en donde se posiciona la empresa, son factores que se deben considerar al momento de la determinación de este diferencial entre tasas.

3.- ¿Considera usted que bajas tasas de Interés a largo plazo en instrumentos emitidos por parte del Banco Central, contribuye a que empresas coloquen deuda en el Mercado Nacional, debido al menor costo de Endeudamiento?

Rta.: No necesariamente, porque habría que considerar las condiciones actuales de oferta y demanda, que va mas allá de un análisis si las tasas están bajas o no. Una empresa en vista de bajas tasas de Interés, podría emitir deuda sin ningún problema, pero si en el mercado no encuentra demandantes de estos títulos, producto de la sensibilidad o preferencia de los inversionistas por los bajos niveles de spread, entonces, fue una mala decisión la fuente de financiamiento utilizada. De lo contrario, contar con bajas tasas y con

condiciones en el mercado que hagan posible una emisión de estas características, de todas maneras el costo de financiamiento será menor, puesto que las tasas de interés del bono estarán asociadas directamente a las tasas de interés para instrumentos emitidos por el Central.

4.- ¿En su consideración, que variables Económicas, cobra mayor importancia en la determinación de las tasas de Interés del Largo Plazo, para instrumentos de deuda, emitidos por el Banco central de Chile?

Rta.: En mi opinión los Proyectos de Inversión, Economía Internacional, es decir Instrumentos similares emitidos por el FED, o tasas de interés para instrumentos emitidos por el Mercado Norteamericano principalmente.

5.- ¿Considera usted que una variación en la Tasa de Política Monetaria, sea esta expansiva o restrictiva, pudiese tener un efecto considerable sobre las Tasas de Interés del Largo Plazo para instrumentos emitidos por el Banco Central BCP, BCU?.

Rta.: Si, creo que puede tener un efecto, pero no considerable, ya que las tasas de Interés del largo plazo no solo dependen de una variable en particular como lo es en este caso la TPM, si no que depende de otras variables Económicas que pudiesen tener gran incidencia en la determinación de estas tasas.

6.- ¿ Considera Usted que la Rentabilidad de un Bono Corporativo depende en gran medida de la Clasificación que la Agencia otorga al Instrumento, o las condiciones de Oferta y Demanda que imperan en el Mercado al momento de la emisión?

Rta.: En mi opinión, depende de las condiciones que imperen en el Mercado más que la clasificación que se le otorgue al instrumento. Esto se debe a que la empresa pudiese manipular la clasificación, para disminuir el costo de endeudamiento al momento de su emisión y para captar la atención de inversionistas poco propensos al riesgo. Ahora bien, considerar que todo esto no tendría importancia, si en el mercado no hay actores que demanden este tipo de instrumentos; por eso es importante la sensibilidad que el

inversionista posee al momento de invertir, movido por las condiciones imperantes en el mercado.

7.- Si un Inversionista desea destinar sus excedentes a un Instrumento de renta fija, específicamente a Bonos; ¿Considera usted que el Riesgo País puede ser un factor determinante en la decisión del Inversionista, si destinar sus recursos a Bonos Corporativos o Bonos Soberanos?

Rta.: Si, es relevante, debido a que en gran parte la imagen de un país esta dado por la clasificación que una agencia otorga a una país en particular, el cual se traduce en un Spread entre las condiciones establecidas en el mercado Americano E.E.U.U y la del país en análisis. Para concluir, creo que el concepto en si tiene mayor relación con Bonos Soberanos por Sobre los Bonos Corporativos. Esto se debe a que un inversionista no invertiría en una empresa donde el riesgo país es muy alto, por la volatilidad de las condiciones que están establecidas en dicho país. A mi parecer el riesgo es fundamental para el inversionista al momento de su decisión, factor que de seguro considerará, donde destinar sus excedentes.

8.- ¿Cual es su opinión respecto a las medidas adoptadas por el Banco Central, respecto a los efectos que generó la Crisis Financiera Subprime en el Mercado Nacional?

Rta.: A mi parecer la crisis Financiera Subprime no tuvo efecto considerable en nuestro país debido a las políticas implementadas por los gobiernos anteriores y el gobierno de turno en su momento. Todo esto con independencia de las políticas adoptadas por el Banco Central de bajar las Tasas de Interés para reactivar la economía, considerando en mi opinión que la baja en las tasas de interés se debió a que se cumplió un ciclo económico y no por los efectos generó dicha crisis.

9.- ¿Considera usted que producto de la falta de liquidez en los mercados, se vio como una alternativa la emisión de Bonos Corporativos por parte de empresas, para financiar su proyecto, debido a los altos niveles de spread?

Rta.: Considero que es una Herramienta valida como instrumento de Financiamiento, pero creo que el único factor a considerar no es los elevados Spread, ya que hay muchas variables propias de la empresa y del mercado que determinan, si para la empresa es preferible realizar una emisión de acciones o colocación como fuente de Financiamiento.

10.- De existir la necesidad de Financiamiento por parte de una empresa ¿qué instrumento sería de su elección considerando como opciones: Bonos y Acciones? ¿Por Qué?

Rta.: Por diversificación del Riesgo, preferiría un mix para no poner todos los huevos en la misma canasta y dependerá a demás del riesgo que esta dispuesto a asumir el emisor. Considerar además el tema del control, estructuras de capital, y minimizar el costos de Endeudamiento mediante la mejor alternativa.

ANEXO N° 4

Persona entrevistada: Alejandro Aluzzi, Auditor

1.- ¿Considera usted que la rentabilidad de un Bono Corporativo, depende exclusivamente de la clasificación del Instrumento por parte de las Agencias Clasificadoras?

Rta.: Mi opinión es que no depende exclusivamente de la Clasificación que el Mercado otorga al Instrumento, pero si considero en gran medida, que la clasificación que se le otorga al instrumento que se desea transar, tiene gran importancia en la determinación del Spread. Como es sabido el Spread se mueve entre dos variables básicamente, pero hablando netamente de la variable que tiene directa relación con la Tasa de Interés en la colocación; esta va a aumentar dependiendo si la agencia considera que la empresa posee liquidez, solvencia, capacidad de pago y una serie de factores mas, los cuales hacen concluir que una buena clasificación, disminuye el Spread, caso contrario sucede con una clasificación mas riesgosa.

2.- ¿Que factores considera que tienen una mayor ponderación al momento de determinar el SPREAD en Bonos Corporativos?

Rta.: Considero que la clasificación obtenida y el momento en que se realiza la emisión, tiene gran importancia en la determinación del Spread en Bonos Corporativos. No olvidar que el Spread depende no tan solo de factores que son propias de la Empresa emisora o Industria en la cual se desenvuelve, si no también de variables económicas, variables que determinan las tasas de Interés del Largo Plazo. Pero resumiendo creo que la clasificación que la Agencia Clasificadora otorga al instrumento y el momento del ciclo Económico en que se realiza la emisión, son instancias cruciales en la determinación del Spread en Bonos Corporativos.

3.- ¿Considera usted que bajas tasas de Interés a largo plazo en instrumentos emitidos por parte del Banco Central, contribuye a que empresas coloquen deuda en el Mercado Nacional, debido al menor costo de Endeudamiento?

Rta.: Considero que bajas tasas de interés del largo plazo, contribuyen a que empresas coloquen deuda en el mercado nacional de todas formas, siempre y cuando exista interés por parte de los actores del mercado, en adquirir este tipo de Instrumentos. El costo por endeudamiento será menor, si las tasas de interés del largo plazo para Instrumentos emitidos por el Central son bajas, puesto que la tasa final en la emisión del Bono corporativo será la tasa recién comentada más la prima por riesgo. Lo que lleva a concluir que bajas tasas de Interés por parte del Banco Central, genera un menor costo de endeudamiento para la empresa emisora.

4.- ¿En su consideración, que variables Económicas, cobra mayor importancia en la determinación de las tasas de Interés del Largo Plazo, para instrumentos de deuda, emitidos por el Banco central de Chile?

Rta.: En mi opinión las variables económicas que cobran gran importancia en la determinación de las Tasas de Interés del Largo Plazo son: Inflación, Tasas Externas que son relevantes y la Tasa de Política Monetaria.

5.- ¿Considera usted que una variación en la Tasa de Política Monetaria, sea esta expansiva o restrictiva, pudiese tener un efecto considerable sobre las Tasas de Interés del Largo Plazo para instrumentos emitidos por el Banco Central BCP, BCU?.

Rta.: Si, como en la pregunta anterior, considero que tiene efecto en la determinación de las Tasas de Interés del largo Plazo, pero no podría asegurar con certeza que dicha tasa tenga un efecto considerable.

6.- ¿Considera Usted que la Rentabilidad de un Bono Corporativo depende en gran medida de la Clasificación que la Agencia otorga al Instrumento, o las condiciones de Oferta y Demanda que imperan en el Mercado al momento de la emisión?

Rta.: Creo que ambos factores tiene incidencia, pero tiendo a pensar que las condiciones del mercado, hablando netamente de tasas, no experimenta una gran variación; caso contrario sucede cuando la agencia clasificadora le asigna al instrumento o valor que

emite la empresa, un alto riesgo, ya que la entidad para captar la atención de los inversionistas tendrá que elevar las tasas de interés en la emisión del bono, pudiendo esta variable experimentar una variación considerable y con ellos aumentará también el Spread determinado.

7.- Si un Inversionista desea destinar sus excedentes a un Instrumento de renta fija, específicamente a Bonos; ¿Considera usted que el Riesgo País puede ser un factor determinante en la decisión del Inversionista, si destinar sus recursos a Bonos Corporativos o Bonos Soberanos?

Rta.: Para un inversionista extranjero, el riesgo país será de mayor importancia que para un inversionista nacional. El riesgo país refleja las condiciones existentes en el mercado a una fecha determinada. En la actualidad Chile es considerado uno de los países con menor riesgo país en Latinoamérica, lo que hace captar la atención de inversionistas extranjeros y nacionales. Ahora bien, el inversionista de seguro pondrá mayor cuidado en la empresa emisora del valor, puesto que adquiere la obligación con un particular y no con el estado, y ese análisis tanto cualitativo como cuantitativo lo realiza la agencia encargada de clasificar el valor.

8.- ¿Cual es su opinión respecto a las medidas adoptadas por el Banco Central, respecto a los efectos que generó la Crisis Financiera Subprime en el Mercado Nacional?

Rta.: No manejo con certeza todas las medidas adoptadas, pero recuerdo que el Central realizo un recorte significativo en la Tasa Política Monetaria. Creo que fue una buena decisión producto de la coyuntura internacional en la que estábamos inmersos.

9.- ¿Considera usted que producto de la falta de liquidez en los mercados, se vio como una alternativa la emisión de Bonos Corporativos por parte de empresas, para financiar su proyecto, debido a los altos niveles de spread?

Rta.: Altos niveles de Spread, siempre y cuando este diferencial este dado por Bajas Tasas de Interés del Largo Plazo; hacen llamativa la emisión de Bonos Corporativos por

parte de una empresa, debido a que las condiciones de mercado benefician tanto al emisor como al inversionista a demandar este tipo de Instrumentos.

10.- De existir la necesidad de Financiamiento por parte de una empresa ¿qué instrumento sería de su elección considerando como opciones: Bonos y Acciones? ¿Por Qué?

Rta.: En este caso, de existir una necesidad de Financiamiento por parte de una empresa hay que considerar variables propias de la empresa. Siento que el Control de la sociedad es un aspecto relevante al momento de la decisión, ya que al financiarse con acciones se corre el riesgo que inversionistas externos tomen el control de la sociedad.

ANEXO Nº 8

CUADRO RESUMEN RESULTADO ENTREVISTA

Tasas de Interés para Instrumentos emitidos por el Banco Central, Bonos Soberanos. (BCP, BCU)	Tasas de Interés para Instrumentos emitidos por Empresas del sector Privado. Bonos Corporativos
1.- ¿Considera usted que la rentabilidad de un Bono Corporativo, depende exclusivamente de la clasificación del Instrumento por parte de las Agencias Clasificadoras?	
Hay factores económicos que también influyen en la rentabilidad de un Bonos Corporativo	Depende en gran medida, pero no exclusivamente
2.- ¿Que factores considera que tienen una mayor ponderación al momento de determinar el SPREAD en Bonos Corporativos?	
Tasa de Política Monetaria, Inflación, Riesgo País y Tasas externas Relevantes	Liquidez, Solvencia, Capacidad por parte de la empresa de hacer frente a sus obligaciones.
3.- ¿Considera usted que bajas tasas de Interés a largo plazo en instrumentos emitidos por parte del Banco Central, contribuye a que empresas coloquen deuda en el Mercado Nacional, debido al menor costo de Endeudamiento?	
Es una buena oportunidad para emitir deuda	Considerar ciclo económico y estrategias de financiamiento por parte de la empresa
4.- ¿En su consideración, que variables Económicas, cobra mayor importancia en la determinación de las tasas de Interés del Largo Plazo, para instrumentos de deuda, emitidos por el Banco central de Chile?	
Tasas Externas Relevantes, Inflación	Clasificación que el mercado otorga al instrumento del emisor
5.- ¿Considera usted que una variación en la Tasa de Política Monetaria, sea esta expansiva o restrictiva, pudiese tener un efecto considerable sobre las Tasas de Interés del Largo Plazo para instrumentos emitidos por el Banco Central BCP, BCU?.	
Tiene directa relación, pero no considerable, esto sería materia de estudio.	.

6.- ¿Considera Usted que la Rentabilidad de un Bono Corporativo depende en gran medida de la Clasificación que la Agencia otorga al Instrumento, o las condiciones de Oferta y Demanda que imperan en el Mercado al momento de la emisión?	
Considero que depende tanto de variables atribuibles a la Tasa de Interés del Largo Plazo	Como de la Clasificación que se le otorga al Instrumento, siendo este ultimo factor relevante en la determinación del Spread.
7.- Si un Inversionista desea destinar sus excedentes a un Instrumento de renta fija, específicamente a Bonos; ¿Considera usted que el Riesgo País puede ser un factor determinante en la decisión del Inversionista, si destinar sus recursos a Bonos Corporativos o Bonos Soberanos?	
Si, es un factor relevante, principalmente para inversionistas extranjeros. Aunque esta variable pudiese no tener influencia en la decisión del Inversionista, todo va a depender de la situación.	
8.- ¿Cual es su opinión respecto a las medidas adoptadas por el Banco Central, respecto a los efectos que generó la Crisis Financiera Subprime en el Mercado Nacional?	
Bajas tasas de Interés por parte del Centra, aunque no hay detractores de la medida, hay quienes creen que la crisis financiera no tuvo impacto en Chile.	
9.- ¿Considera usted que producto de la falta de liquidez en los mercados, se vio como una alternativa la emisión de Bonos Corporativos por parte de empresas, para financiar su proyecto, debido a los altos niveles de spread?	
Si, es una buena alternativa tanto para emisores como inversionistas, pero considerar el nivel de riesgo asumido por el inversionista	
10.- De existir la necesidad de Financiamiento por parte de una empresa ¿qué instrumento sería de su elección considerando como opciones: Bonos y Acciones? ¿Por Qué?	
Va a depender de las condiciones que imperen en el mercado, y el ciclo Económico actual.	Dependerá de las diversas necesidades que se deseen cubrir, y las estrategias de la organización para minimizar el costo de Endeudamiento.