

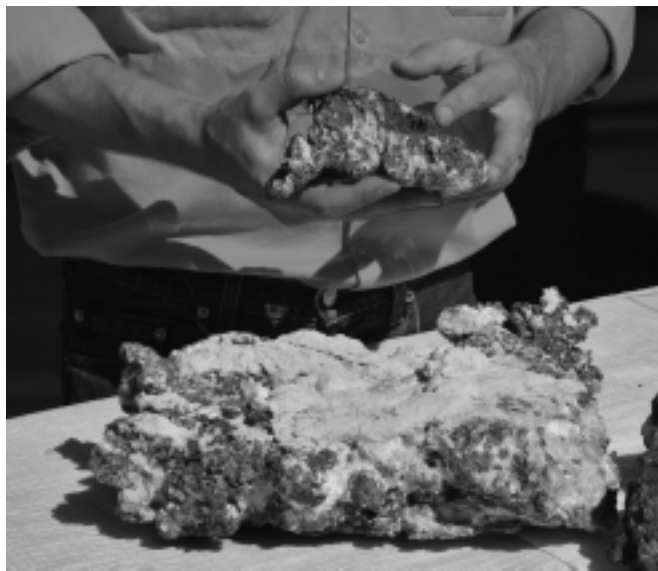
Introducción

En los últimos diez años, la minería se ha convertido en un sector muy dinámico, con tasas de crecimiento del 10% anual, mientras que el promedio de la economía en su conjunto lo ha hecho a un ritmo promedio de 4% anual. Al primer trimestre de 2004, las exportaciones mineras representaron el 55%² de las exportaciones y el 3,8% del PBI nacional. Sin embargo, los nuevos proyectos de minería no pueden acceder al crédito bancario porque no cuentan con las garantías reales³ que se requieren.

El objetivo del presente documento es proponer el mecanismo de titulización de reservas minerales como una alternativa al financiamiento bancario y a la emisión de acciones en el segmento de capital de riesgo, lo cual permitiría abaratar los costos del crédito para los proyectos mineros y, a la vez, mejorar el retorno de sus inversionistas. Tal mecanismo consiste en emitir bonos con el respaldo de un patrimonio fideicometido, como reservas minerales probadas, mediante estudios de factibilidad o prefactibilidad y reportes geológicos.

Antecedentes: la *Toronto Stock Exchange*

Una herramienta para incrementar la exploración minera es la emisión de acciones en el segmento de capital de riesgo para empresas *junior* de minería con el modelo de la *Toronto Stock Exchange* (TSX) y la Bolsa de Valores de Australia. Con este sistema, la primera empresa *junior* de minería que emita acciones originará un espiral de confianza o desconfianza en la emisión de acciones, dependiendo de la cali-



Valorización: las reservas se pueden valorar por medio de un reporte geológico.

dad de la información que brinde al mercado de valores.

Este mecanismo se recomienda para empresas *junior* que, a pesar de reunir los requisitos para listar en bolsa, se encuentren en la etapa de estudio de factibilidad o no pueden optar por el financiamiento bancario tradicional.

La titulización de las reservas minerales

El D.S. N° 014-92 o Ley General de Minería define las reservas de mineral como la suma de mineral probado y probable que se pueda explotar económica-

«...proponer el mecanismo de titulización de reservas minerales como una alternativa al financiamiento bancario y a la emisión de acciones en el segmento de capital de riesgo...»

1/ Resumen del documento desarrollado en el marco del concurso de investigación ACIDI-IDRC 2003. Podrá descargar la versión completa desde <http://www.consortio.org/programa2003.asp>

2/ Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía (2004). *Reporte estadístico Mineroenergético*. Lima: primer trimestre, séptima edición.

3/ Bienes muebles o inmuebles sobre los que recae un gravamen para garantizar el cumplimiento de actividades económicas.

mente. La estimación de una reserva mineral comprende tres pasos: a) el cálculo del volumen de la reserva; b) la determinación de la cantidad de mineral susceptible de ser extraído, sobre la base de las limitaciones de la formación geológica y recursos técnicos disponibles; y c) la estimación del porcentaje de metal (con una pureza determinada) que se obtiene por unidad de concentrado.

El mecanismo de la titulización

La palabra "titulización" tiene su origen en el sustantivo inglés *securitization*, que deviene de convertir o transformar activos en *securities* (títulos con valor patrimonial intrínseco). La Ley de Títulos Valores, en su capítulo IV, regula los valores emitidos en los procesos de titulización. Estos deben estar respaldados por el patrimonio autónomo sujeto a dominio fiduciario de una sociedad titulizadora, autorizada conforme a la ley. La emisión, colocación, negociación, redención, rescate, formalidades y requisitos son regulados por el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, contenidos en la Resolución CONASEV N° 1-1997-EF/94.10. Los bonos emitidos podrán conferir a sus titulares derechos crediticios, de dominio o de participación en el capital, patrimonio, utilidades o patrimonios autónomos o fideicometidos del emisor.

El proceso de titulización

Se considera conveniente que la modalidad de titulización sea de traspaso: se transfiere el patrimonio autónomo a un tercero (Sociedad Titulizadora o de Propósito Especial), con la finalidad específica de emitir bonos titulizados. Las empresas mineras eliminarían de su patrimonio indicado en el balance la nota relativa a las reservas minerales, pero conservarían la gestión de los flujos de caja.

Para dar más seguridad a los repagos de los bonos, se establecerá que la gestión de los ingresos y egresos se realice a través de un único ente financiero, denominado "servidor". En el contrato de servicios financieros se estipulará que el pago prioritario a los bonistas se realice a partir de determinado período, programado y con flujo de caja positivo.

Los elementos básicos del proceso de titulización (véase el gráfico 1) son⁴:

- a. *El transferente de los activos* (reservas probadas de minerales) u "originador" (*servicer*) serán empresas medianas o *junior* de minería que se en-

«Una herramienta para incrementar la exploración minera es la emisión de acciones en el segmento de capital de riesgo para empresas junior de minería con el modelo de la Toronto Stock Exchange...»

cuentran en la etapa de exploración, que aún no han realizado un estudio de factibilidad y que tienen reservas probadas por menos de tres años. El originador deberá asumir la responsabilidad de la administración.

- b. *El agente estructurador*, que es una entidad financiera que realiza los trámites financieros y legales para determinar el monto de la emisión y las características de su repago (*Due Dilligence*). El monto de la emisión de bonos en el mercado de capitales debe ser igual al costo de la puesta en marcha del proyecto.
- c. *El vehículo de propósito especial* (VPS) será una entidad que recibirá la transferencia de los activos y emitirá los títulos con este sustento.
- d. *El Fondo Fideicometido*, regulado conforme a la Ley de Mercado de Valores y al Reglamento de Procesos de Titulización de Activos, está integrado por un activo sobre cuya garantía se puede estructurar una emisión de bonos. A partir de un fideicomiso de titulización, los bonos son estructurados con la finalidad de financiar el desarrollo de proyectos específicos. El patrimonio fidei-

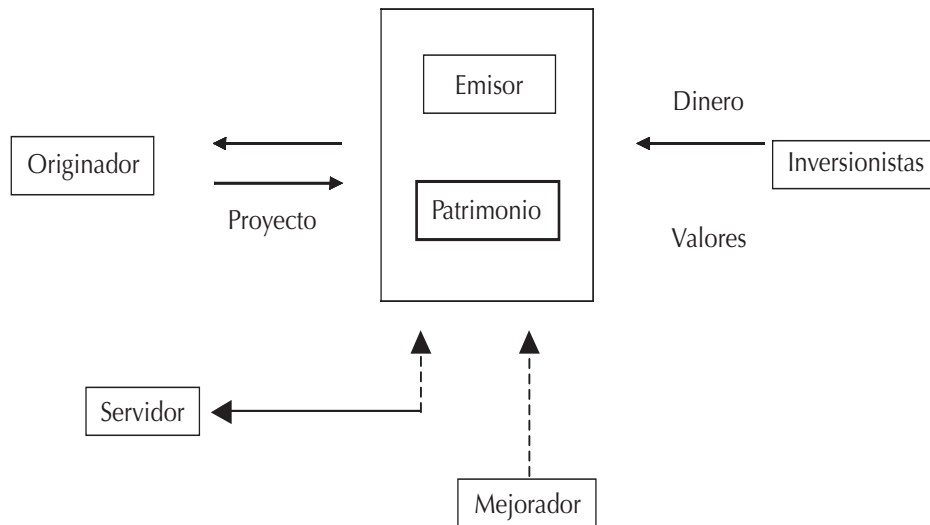


Minería y posibilidades: mayor producción gracias a la titulización.

4/ Material de estudio del VI Curso de Especialización en Mercado de Valores, organizado por la Conasev en el año 2003.

Gráfico 1

Estructura de la titulización



Fuente: www.conasevnet.gob.pe

cometido se encontrará integrado no solo por las reservas probadas o probables, sino que incluirá diseños, estudios técnicos y demás medios y activos para el desarrollo de un proyecto, con cuyos frutos y productos se respaldará el pago de los valores que se proyecta emitir.

- e. *Mejoradores*, son aquellas entidades que, en mérito a un contrato de fianza con los originadores, otorgan garantías parciales en caso de eventos no previstos por la cobertura de la fianza de los propios originadores. Su finalidad es disminuir el riesgo y las tasas de interés que pagarán los emisores.
- f. *Los inversores o compradores de los títulos*, quienes, de acuerdo con la experiencia canadiense, pueden ser empresas de gran minería que buscan ampliar sus inversiones en pequeños yacimientos mineros. Además, se propone incorporar al mercado de valores a los pequeños inversionistas que busquen alternativas de ahorro con alta tasa de retorno, ofreciendo beneficios tributarios y garantías colaterales que mejoren los títulos a emitir y compensen el riesgo.
- g. *Las empresas clasificadoras de riesgo*, reguladas por Resolución CONASEV N° 074-98-EF/94.10, evalúan la calidad crediticia y la integridad en la estructura de la titulización. Deben tener acceso

a toda la información disponible sobre los bonos titulizados con los que se buscará levantar fondos, reduciendo la incertidumbre, señalando incluso el establecimiento de primas de riesgo.

Ventajas de la titulización⁵

- a. *Permite diversificar las fuentes de financiamiento.* Las empresas mineras con proyectos en etapas iniciales podrán financiarse no solo a través de la venta de acciones, que modificaría la estructura patrimonial, sino mediante la emisión de bonos de titulización, que permita obtener fondos del mercado de valores sin diluir el capital social.
- b. *Acceso a financiamiento directo a menor costo.* La inversión en el sector minero es de largo plazo, y una empresa que comienza la explotación o tiene menos de tres años de reservas probadas

«Un riesgo del financiamiento por titulización de activos consiste en que estos son limitados y la ley de corte puede variar, disminuyendo drásticamente la cantidad de reservas disponibles»

5/ Payá, Alejandro (2001). *La titulización*. Madrid: Editorial Cuatro Vientos.

no podrá cubrir su deuda antes de ese plazo límite para un empréstito bancario tradicional. El mecanismo propuesto permitiría manejar períodos de repago de cinco y ocho años, si el mercado considera que la tasa es conveniente.

- c. *La emisión de deuda se puede adecuar al perfil de riesgo del inversionista* en los siguientes escenarios:
- Una emisión de bonos dirigida a inversionistas o ahorristas bancarios que estén dispuestos a asumir más riesgo, a cambio de una mayor rentabilidad.
 - Simultáneamente, puede dirigirse a inversionistas del segmento de capital de riesgo que deseen invertir en bonos con menor volatilidad que las acciones.
 - La colocación de estos valores se puede dar entre inversionistas que prefieren retornos fijos y que buscan una forma de ahorro en la compra de bonos.

Recomendaciones para la elaboración del prospecto informativo⁶

La información que se brinde al inversionista es muy importante para la aceptación y el éxito de una emisión de bonos de titulización. Se recomienda elaborar un prospecto informativo que incluya los siguientes datos:

- a. Datos sobre la corporación: se indicará una breve reseña de sus operaciones y se incluirán datos sobre las proyecciones de crecimiento.
- b. Descripción del objeto social y líneas de trabajo.
- c. Resumen y análisis de información financiera de los ejercicios anteriores a la emisión.
- d. Informe sobre la capitalización realizada durante las primeras etapas.
- e. Antecedentes de ventas, identificando los principales clientes, tiempo de rotación de inventarios, canales de distribución.
- f. Principales accionistas: al igual que en el segmento de capital de riesgo, es fundamental que los accionistas sean reconocidos por su solvencia moral.
- g. Directores y funcionarios de reconocida trayectoria minera.
- h. Proyecto de expansión o puesta en marcha, según sea el caso: se describirán las actividades que se desarrollarán, el cronograma de ejecución del proyecto. La inversión en bienes de capital debe incluir la utilización de los fondos obtenidos a través de la titulización.
- i. Se incluirán los factores de riesgo relativos a la oferta, la compañía, los títulos.



Reto: el sector enfrenta el reto de innovar y optimizar sus herramientas de financiamiento.

- j. Un resumen ejecutivo del reporte geológico, avalado por un profesional calificado, donde se indique los trabajos de exploración realizados y las perspectivas de desarrollo de la mina.
- k. Otras formas de financiamiento utilizadas y las obligaciones importantes de la empresa minera.
- l. Los procedimientos legales que permitirán la formación del patrimonio fideicometido y los términos de conformación del área organizativa.
- m. El objetivo de la administración y de terceros relacionados con las transacciones materiales.
- n. La opinión de un auditor independiente sobre los estados financieros de la empresa minera.
- o. Los contratos materiales de relevancia para la proyección de los flujos de caja futuros.

Factores de riesgo⁷

Un riesgo del financiamiento por titulización de activos consiste en que estos son limitados y la ley de

^{6/} Conasev (2003). *Reglamento del Segmento de Capital de Riesgo de la Bolsa de Valores de Lima* - Resolución Conasev N° 069-2003-EF/94.10. Lima: Conasev.

^{7/} Fabozzi, Frank (editor) (2001). *Accessing Capital Markets Through Securitization*. Frank Fabozzi Series. Estados Unidos: Wiley.



Ventajas plausibles: la titulización incrementa el flujo de financiamiento.

corte puede variar, disminuyendo drásticamente la cantidad de reservas disponibles. Para afrontar este riesgo se debe constituir el patrimonio fideicometido sobre reservas, cuyo costo de extracción o explotación sea menor al promedio de los costos históricos más bajos. Por ejemplo, se garantiza la autocobertura si el costo de producir una onza de oro es 140 dólares, dado que su precio histórico más bajo de los últimos doce años es de 250 dólares. Otras fuentes de riesgo son la poca posibilidad de transferencia de los bonos antes de su vencimiento por la iliquidez del mercado secundario, así como el desempeño macroeconómico del país.

Mecanismos de colocación

Los bonos titulizados se ofertarían en una oferta pública primaria. Las variables a subastar son: el precio de colocación, que determinará la venta de un bono a la par, bajo la par o sobre la par; y la tasa de interés cupón y de rendimiento, que serán propuestos por los inversionistas. Se puede escoger dos tipos de subasta:

8/ Código utilizado en Australia para el reporte de reservas y recursos ante el mercado de valores.

- a. *La subasta holandesa.* Las propuestas de los inversionistas se ordenan de forma decreciente según el precio y de forma creciente, según la tasa. El proceso consiste en asignar los valores hasta que la oferta iguale a la demanda. En ese momento se determina la variable de corte y se colocan todos los valores a un solo precio o tasa.
- b. *La subasta discriminatoria.* Consiste en ordenar el precio de forma decreciente. El precio no se subasta y los valores son colocados con precios diferenciados hasta que la oferta iguale a la demanda.

Puede ser una buena opción utilizar la subasta holandesa en las primeras emisiones, para conocer la percepción del riesgo de los potenciales inversionistas, a través de la aceptación y las condiciones de adquisición de los bonos. En un segundo momento, la titulización permitirá a los originadores proponer una tasa de interés, aumentando el control sobre las proyecciones del repago. El monto de emisión de los bonos y el monto que se pretenda obtener del mercado de valores deben ser proporcionales al valor del proyecto subyacente.

Conclusiones

- En el Perú, la minería es el sector económico con mayor crecimiento y se halla en una etapa de expansión económica, caracterizada por precios de minerales en alza y un aumento de las actividades mineras. El sector enfrenta el reto de innovar y optimizar sus herramientas de financiamiento.
- La titulización de reservas minerales es una herramienta de financiamiento, alternativa o complementaria a la BVL Venture Exchange y al financiamiento bancario para la ampliación o puesta en marcha de un proyecto minero *junior*. Se recomienda para empresas con menos de tres años de reservas probadas, en producción o por iniciar actividades.
- Las reservas minerales por sí mismas carecen de valor económico, pero se pueden valorizar con un reporte geológico conforme al código JORC⁸ o con un proyecto de factibilidad que avale su explotación futura. Una vez valorizadas pueden constituir un patrimonio fideicometido que sirva de aval a un proceso de titulización.