



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
FACULTAD DE ECONOMÍA
Y FINANZAS

**EL ROL DE LOS INVERSIONISTAS, EMISORES, BANCOS,
AGENCIAS CALIFICADORAS, Y REGULADORES
EN LOS *DEBT CAPITAL MARKETS***

Trabajo de Suficiencia Profesional presentado para optar al Título profesional de
Licenciada en Economía

Presentado por

Claudia Lucia Cadillo Rojo

Luciana María Pando Caciono

Lima, enero 2020

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo estudia de manera teórica el rol del emisor, estructurador, agencia clasificadora de riesgo, colocador, inversionista y regulador en el mercado de renta fija peruano, específicamente en el mercado de bonos corporativos emitidos por empresas no financieras. En este sentido, se detallan las funciones que cumplen cada uno de ellos al emitir estos instrumentos, así como la relación existente entre los mismos. Este mercado se rige bajo el marco legal establecido por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), el cual tiene como objetivo proteger al inversionista mediante la reducción de las asimetrías de información. Así, este documento provee un aporte teórico sobre el proceso de emisión de bonos en el Perú. Por otro lado, la información presentada en este documento evidencia que si bien existe un marco regulatorio que promueve la transparencia en las transacciones de compra y venta en el mercado de valores, esto no se ve reflejado en un crecimiento sostenible de las colocaciones de bonos emitidos por empresas no financieras en los últimos años.

INTRODUCCIÓN

En el Perú, el mercado de renta fija no está muy desarrollado y existen pocos inversionistas con amplio conocimiento del mismo. Sin embargo, este mercado ofrece tasas de financiamiento atractivas para las empresas locales no financieras que constantemente están buscando opciones para financiar sus actividades productivas. Dado esto, resulta interesante analizar la evolución de las colocaciones de bonos emitidas por este tipo de empresas, así como el rol de cada participante involucrado en este proceso.

En el mercado peruano de los bonos corporativos se distinguen a los siguientes participantes: emisor, estructurador, agencia clasificadora de riesgo, colocador, inversionista y regulador. La emisión de un bono empieza cuando una compañía tiene la necesidad de levantar fondos en el mercado de valores para financiar sus actividades y para ello contacta a una entidad estructuradora que se encarga de diseñar y formular un prospecto donde se establecen los términos y condiciones de la emisión. Además, para las emisiones públicas es obligatorio que los bonos cuenten con dos calificaciones de riesgo por lo que el emisor debe contratar a dos agencias clasificadoras. Por su parte, el colocador es el encargado de vender los bonos a los inversionistas.

Este proceso se desarrolla bajo el marco legal establecido por el ente regulador, que en el caso peruano es la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, “SMV”). Este marco legal establece y delimita el alcance de las acciones de estos participantes para disminuir las asimetrías de información existentes y así proteger al inversionista. Esta falla de mercado se origina ya que el emisor tiene información privada que el inversionista no conoce tanto antes (selección adversa) como después (riesgo moral) de la firma del contrato. En un mercado con grandes asimetrías de información es poco probable que se concreten transacciones de compra y venta de valores (Tirole, 2016).

En ese sentido, se plantea como hipótesis que las empresas no financieras se verían atraídas a financiarse colocando bonos considerando un mercado con “reglas de juego” transparentes para cada uno de sus participantes.

El presente trabajo comprende una revisión teórica del rol del emisor, estructurador, agencia clasificadora de riesgo, colocador, inversionista y regulador en el mercado peruano de bonos corporativos de empresas no financieras. Es relevante mencionar que no existen muchos estudios previos sobre este tema, por lo que se considera que esta investigación sería de gran aporte para entender cómo participa cada actor en el proceso de emisión de bonos corporativos.

Este documento se organiza de la siguiente manera: en el marco teórico se describe el rol de cada participante; en la evidencia empírica, se analizan las colocaciones de los bonos corporativos de empresas no financieras de los últimos diez años y se presenta un caso de emisión de bonos de la empresa Cementos Pacasmayo S.A.A. del 2019; finalmente, se muestran las conclusiones.

I. MARCO TEÓRICO

1. Debt Capital Markets

El mercado de capitales de deuda (*Debt Capital Market*) es aquel donde se negocian instrumentos financieros de renta fija como bonos y papeles comerciales emitidos por el gobierno, y entidades financieras y no financieras. Es una alternativa al financiamiento tradicional bancario y al *equity* (Mishkin & Eakins, 2018).

2. Bonos

Los bonos son títulos valores negociables de renta fija que se emiten a mediano o largo plazo por una entidad con el objetivo de obtener financiamiento de terceros. Es un contrato por el cual el emisor se compromete a pagar los intereses (cupones) y devolver el principal al prestamista (tenedor del bono) en fechas determinadas (Tong, 2012). Para la emisión de este tipo de instrumentos, el prestatario debe cumplir con los requisitos y trámites indicados en el marco regulatorio del mercado de valores.

Los bonos pueden ser clasificados, según diferentes características como: el tipo de emisor (gobiernos y empresas), la calificación de riesgo (en función del riesgo de crédito), la estructura del cupón, si están indexados a la inflación, entre otras (CFA Level I, 2018).

Como se mencionó en la introducción, el presente trabajo se enfoca exclusivamente en el mercado de bonos corporativos de empresas no financieras. Así, este mecanismo de financiamiento permite a las empresas financiar proyectos de expansión, aumento de capacidad productiva, acceso a nuevos mercados, reducción de costos financieros, entre otros.

3. Empresas clasificadoras de riesgo

Las empresas clasificadoras de riesgo son empresas especializadas cuyo objetivo es evaluar la calidad crediticia de los instrumentos financieros emitidos, considerando diferentes aspectos de la empresa como su posición competitiva en el mercado, sus estrategias de negocio y administración, su flujo de caja, su estructura de capital y riesgo de fondeo; así como el entorno

macroeconómico donde esta se desenvuelve, la estructura de la emisión, entre otros. Asimismo, esta clasificación considera la calidad de las garantías de los instrumentos (*covenants* y garantías externas). Estos elementos permiten determinar la capacidad de pago de las obligaciones financieras del emisor (Caballero et. al ,2006).

Este *rating* sirve de referencia a los inversores para comparar los riesgos de estos instrumentos. Entre mejor sea la clasificación de riesgo mayor será la probabilidad de que la empresa emisora cumpla con sus obligaciones de pago. No obstante, esta clasificación no constituye una garantía de que esto se realice, o una recomendación para comprar o vender un bono. Por ello, el inversionista debe analizar otros indicadores (Ministerio de Economía y Finanzas, s.f.). En teoría, estas agencias emiten una opinión independiente y objetiva, lo que contribuye a disminuir las asimetrías de información en este mercado (Caballero et. al, 2006).

De acuerdo a la “Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861”, para la emisión de un bono se requiere que este instrumento tenga, al menos, dos calificaciones o *ratings* si la emisión es pública. Si la emisión es privada la contratación de una agencia clasificadora es facultativa.

En el Perú, las agencias clasificadoras son controladas y supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) de acuerdo a la “Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861” y el “Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo”, en donde se detallan las normas que regulan su forma de operar¹, de tal forma que el trabajo de clasificación sea de calidad, objetivo, independiente y transparente. Como se indica en el portal Web de la SMV, a la fecha, operan en el Perú cinco empresas clasificadoras: Apoyo & Asociados Internacionales S.A. Clasificadora de Riesgo, Clasificadora de Riesgo Pacific Credit Rating SAC, Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo, JCR Latino America Empresa Clasificadora de riesgo S.A (antes Accuratio Credit Rating Agency ECR S.A) y Moody’s Local PE Clasificadora de Riesgo S.A. (antes Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.).

De acuerdo con Caballero et al. (2006), cada empresa calificadora tiene una metodología diferente, la cual es publicada en su portal web. Además, la clasificación sobre los valores vigentes en el mercado debe ser actualizada al menos dos veces al año utilizando la información financiera de la empresa emisora y/o tomando en cuenta algún hecho o circunstancia que podría afectar la clasificación otorgada inicialmente. En el Perú, la simbología que estas utilizan se asemeja a la empleada por S&P.

¹ Integrantes de la clasificadora, impedimentos, actividades prohibidas, criterios generales para la clasificación y responsabilidades.

4. Emisores

Para fines de este trabajo, los emisores son las empresas no financieras que emiten bonos corporativos y los ofrecen al público. Las empresas emisoras son agentes que carecen de fondos para potenciar proyectos en marcha, financiar nuevos proyectos de inversión, expandir su capacidad de producción y/o para reestructurar sus pasivos (Tirole, 2016).

En el mercado peruano, se distinguen cuatro etapas para el proceso de emisión de bonos, dentro de las cuales existen costos asociados que el emisor debe evaluar al considerar esta fuente de financiamiento (BCRP, 2013).

Tabla N° 1: Costos de emisión de bonos corporativos en el mercado peruano de capitales

Gastos de preparación de la emisión	Estructuración
	Gastos Legales
	Auditoría externa
	Contratación de un representante de obligacionistas
	Contratación de 2 clasificadoras de riesgo
	Otros gastos 1/
Gastos para efectuar la Oferta Pública Primaria	Inscripción SMV
	Publicación Resolución en El Peruano
	Inscripción BVL: 0.0375%
	Inscripción CAVALI
	Gastos de publicación, registrales y de impresión 2/
	Comisión de colocación: 0.15%
Gasto anual de mantenimiento de la emisión	SMV: 0.0035% mensual
	BVL: 0.002% mensual
	CAVALI: 0.001% mensual (Mín US\$ 100; Máx: US\$ 300)
	Clasificadoras
	Representante de obligacionistas: 0.035% anual
	Auditoría externa
	Representante bursátil 3/
Costos totales	Costo total de efectuar la emisión (En % de la emisión)
	Gasto anual de mantenimiento de la emisión (En % de la emisión)

1/Gastos registrales, costo del certificado para el sistema MvNet, gastos de impresión del Prospecto Macro y de preparación de información.

2/ Gastos de publicación de la OPP en El Peruano y en uno de los diarios de mayor circulación, gasto de registro del Contrato de Emisión Complementario y de impresión del Prospecto Marco Complementario.

3/ Costo del personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información.

Elaboración: Propia

Fuente: Notas de estudio del BCRP N° 21 - 9 de abril del 2013

En una oferta pública, la empresa emisora debe contratar a un representante de obligacionistas, quien tiene como función velar por el cumplimiento de los términos estipulados en el contrato de

emisión. El representante debe presentar informes a la SMV sobre el cumplimiento de sus obligaciones desde la etapa de colocación hasta que el valor esté inscrito en el RPMV. No pueden ser representantes de los obligacionistas: el emisor, la entidad estructuradora o cualquier entidad que tenga vínculos con éstos. De esta manera, se buscaría proteger los intereses de los obligacionistas. Los agentes que pueden ser representantes de obligacionistas son: las empresas bancarias, financieras y sociedades agentes de bolsa (Torres, 2013).

5. Bancos: estructuradores y colocadores

En el mercado de bonos corporativos peruanos, los bancos de inversión actúan como agentes estructuradores y colocadores. Sin embargo, también pueden realizar estos servicios las empresas financieras y Sociedades Agentes de Bolsa².

5.1. Entidades estructuradoras

Según el “Reglamento de las Entidades Estructuradoras del Mercado de Valores”, las entidades estructuradoras se encargan de diseñar y formular las ofertas públicas de los bonos corporativos previo análisis de las necesidades financieras de la empresa³. Este trabajo se hace de manera conjunta con la empresa emisora y se plasma en la elaboración de un “Prospecto Informativo”, en donde se establecen los términos y condiciones de la emisión. Este documento va dirigido a los potenciales inversionistas para ayudarlos a decidir si invertirán en el bono. De acuerdo con el Artículo 56 de la “Ley del Mercado de Valores”, este prospecto debe contener como mínimo lo siguiente⁴:

1. Las características del bono (montos, plazos, amortizaciones, tasas) y los derechos y obligaciones que se otorgan al titular.
2. Los factores que pueden significar un riesgo para los inversionistas.
3. Las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto para el inversionista.
4. El nombre y la firma de la entidad estructuradora o su representante, y el nombre y firma del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas de la empresa que emite el bono.

² En el Perú, los bancos de inversión, las empresas financieras y Sociedades Agentes de Bolsa son empresas que pueden pertenecer al mismo grupo económico o ser entidades independientes.

³ Según la SMV (2015), las ofertas públicas de bonos corporativos en el Perú requieren de la intervención de una entidad estructuradora. Sin embargo, se podría prescindir de este servicio si es que la empresa emisora cumpliera con tres requisitos: 1) Contar con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores por un período de 2 o más años, 2) Que no se le haya impuesto sanciones que hayan quedado firmes en los últimos 12 meses y 3) Que no cuente con valores que hubieren tenido una categoría de riesgo. De ser así, la empresa emisora puede dirigir las ofertas públicas de sus valores a largo plazo.

⁴ Adaptado a la emisión de un bono.

5. Los estados financieros auditados de la empresa emisora de los dos últimos años con sus notas explicativas y su dictamen, cuando lo permita el período de constitución.
6. Cuando corresponda, el detalle de las garantías de la emisión.
7. El procedimiento a seguir para colocar los bonos.
8. Información complementaria que determine la SMV mediante disposiciones de carácter general.

Finalmente, se registra el programa de la emisión del bono en el Registro Público de la SMV. Algunas de las empresas que se dedican a la estructuración en el mercado peruano son: Credicorp Capital Servicios Financieros S.A., Inteligo Sociedad Agente de Bolsa S.A., Summa Asesores Financieros S.A., Kallpa Securities Sociedad de Agente de Bolsa S.A., entre otras.

5.2. Entidades colocadoras

Los agentes colocadores son los encargados de realizar la venta inicial del bono, el cual puede ser vendido bajo dos modalidades: *underwriting firm* y *underwriting best efforts*.

Bajo la modalidad de *underwriting firm*, el colocador adquiere la totalidad de los bonos emitidos, y luego revende estos valores a los inversionistas interesados. De esta manera, el riesgo se traslada al colocador y además, se garantiza que el emisor reciba el monto total de la emisión. Esta forma de contrato da una señal positiva a los inversionistas ya que la compra de la totalidad de la emisión por parte del colocador certifica la calidad del valor emitido ante el mercado (Mishkin & Eakins, 2018).

En la segunda modalidad, el banco de inversión vende el bono bajo una comisión. A diferencia del *underwriting firm*, en el *underwriting best efforts* el colocador no se compromete a adquirir los valores en caso la emisión no sea exitosa y por lo tanto, no asume el riesgo por la operación (CFA Level I, 2018).

Las obligaciones de las empresas colocadoras se estipulan en la “Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861”. Sus principales funciones son (SMV, 2017) ⁵:

1. “Informar a las personas interesadas sobre las características principales de la emisión”.
2. “Realizar la subasta para la colocación de los Bonos”.
3. “Recibir las propuestas de compra en los horarios estipulados”.

⁵ Estas funciones también se describen en los diferentes “Prospectos Informativos” de emisión de bonos que se han revisado para este trabajo.

4. “Dar a conocer a los adjudicatarios de la subasta, los resultados de la misma”.

Para despertar el interés del mercado por el bono, el agente colocador realiza un *roadshow* ante los potenciales inversionistas. En esta actividad, el colocador expone la situación macroeconómica del país donde opera el emisor, presenta a la empresa emisora y entrega el prospecto informativo del programa de emisión (López-Aliaga & Souza, 1997).

Algunas de las empresas que se dedican a la colocación de bonos en el mercado peruano son: Credicorp Capital SAB, Continental Bolsa S.A.B. S.A, Scotia Bolsa S.A.B. S.A, entre otras.

6. Inversionistas

Los demandantes de bonos pueden ser inversionistas individuales e inversionistas institucionales. El primer grupo de inversionistas comprende personas naturales que tienen altos excedentes de ahorro y que buscan la mejor rentabilidad para ellos. Por su parte, los inversionistas institucionales son personas jurídicas que invierten recursos que no son propios. Dentro de esta categoría se encuentran: los fondos de pensiones, las compañías de seguro, los fondos mutuos, entre otros. (CFA Institute, 2018).

Existen diversos factores que influyen en la decisión de inversión de los inversionistas como: el retorno esperado, su tolerancia al riesgo, el tiempo de inversión, la liquidez del instrumento, el marco regulatorio, las garantías y *covenants*, la carga tributaria, el riesgo cambiario y otros asociados a sus intereses particulares (CFA Institute, 2018; Blommestein et al., 2012).

En el mercado peruano, las empresas administradoras de fondos mutuos son reguladas por la SMV y entre las principales tenemos a: Credicorp Capital, BBVA Asset Management, Scotia Fondos, Interfondos, Fondos Sura. Por otro lado, las empresas administradoras de fondos de pensiones (AFP) son cuatro: AFP Integra, AFP Hábitat, AFP Profuturo y AFP Prima y están supervisada por la SBS. Por su parte, las principales compañías de seguro son La Positiva, Mapfre, Rimac Seguros y Pacífico, y de igual forma están supervisadas por la SBS.

7. Regulador

El ente regulador del mercado de valores peruano es la SMV. De acuerdo con la Ley Orgánica de la SMV, este es un organismo adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) que tiene como finalidad velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia, la correcta formación de precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos.

La SMV tiene las siguientes funciones, de acuerdo a su Ley Orgánica:

- a. “Dictar las normas legales que regulen materias del mercado de valores, mercado de productos y sistema de fondos colectivos”.
- b. “Supervisar el cumplimiento de la legislación del mercado de valores, mercado de productos y sistemas de fondos colectivos por parte de las personas naturales y jurídicas que participan en dichos mercados. Las personas naturales o jurídicas sujetas a la supervisión de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) lo están también a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en los aspectos que signifiquen una participación en el mercado de valores bajo la supervisión de esta última”.
- c. “Promover y estudiar el mercado de valores, el mercado de productos y el sistema de fondos colectivos”.

La SMV vela porque el mercado de valores sea seguro y transparente en la información para el inversionista, estableciendo las “reglas de juego” para cada participante dentro del mismo con el objetivo de disminuir la existencia de asimetrías de información. Entre más información revelada y divulgada (*disclosure system*) por parte de las empresas, el inversionista tomará decisiones de inversión más acertadas (Ley del Mercado de Valores, 1996).

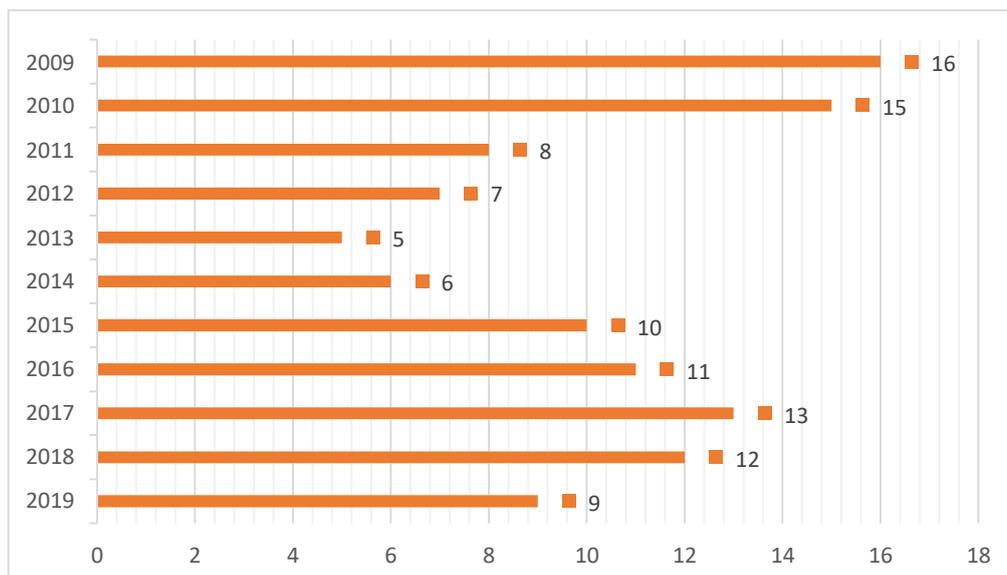
En caso los accionistas mayoritarios o dueños de la empresa emisora realicen prácticas fraudulentas esto atentaría contra los intereses del inversionista y disminuiría la demanda por estos valores, por lo que la SMV estaría en la posición de sancionarlas. Para evitar estos escenarios, la SMV establece una serie de medidas como el buen gobierno corporativo para que las empresas emisoras se vuelvan más atractivas y confiables (Arata,2009). Del mismo modo, la SMV puede establecer procesos sancionadores por indicios de incumplimiento a agentes intermediarios.

II. EVIDENCIA EMPÍRICA

1. Situación del mercado peruano

En los últimos diez años, el número de empresas no financieras que ha colocado bonos corporativos se han reducido casi a la mitad. Desde el 2014 hasta el 2017 se observa un crecimiento constante. Sin embargo, desde dicha fecha hasta el cierre del 2019 este número ha disminuido.

Gráfico N° 1: Número de empresas no financieras que han colocado bonos corporativos (2009- 2019)



Elaboración: propia
Fuente: SMV

Colocaciones en soles

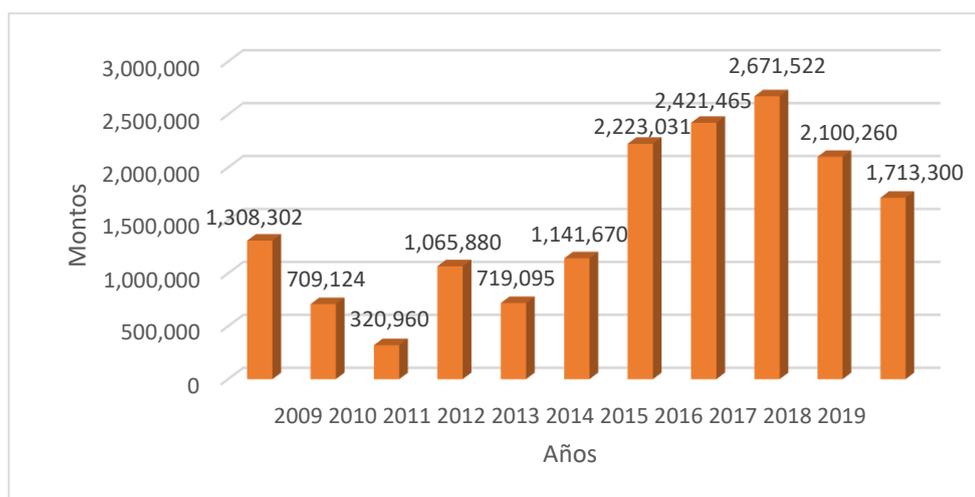
Los montos de bonos corporativos colocados en soles por empresas no financieras crecieron en una tasa de 31% aproximadamente en un lapso de diez años (entre los años 2009 y 2019). Entre los años 2011 y 2012 las colocaciones en soles se incrementaron en más del 200%. Sin embargo, en los últimos dos años se observa que se han reducido en una tasa promedio de 20% aproximadamente (Ver Gráfico N°2).

Las empresas no financieras que han colocado los mayores montos de bonos en los últimos diez años son empresas del sector de servicios públicos (Ver Gráfico N°3), entre las que destacan como emisores Enel Distribución Perú S.A.A. y Luz del Sur S.A.A.

El año en el que se colocó el mayor monto del período, de bonos corporativos de empresas no financieras, fue el 2017, en el que se colocaron 2 671 millones de soles. El mayor emisor de ese año fue Telefónica del Perú, quien colocó bonos por un monto de 605 millones de soles, seguido de Hermes Transportes Blindados S.A., quién colocó alrededor de 400 millones de soles. Ese mismo año, por primera vez en 10 años, una empresa del sector agrario, Palmas del Espino S.A., logró colocar bonos corporativos por un monto de 330 millones de soles con el objetivo de reperfilarse su deuda (Gestión, 2017).

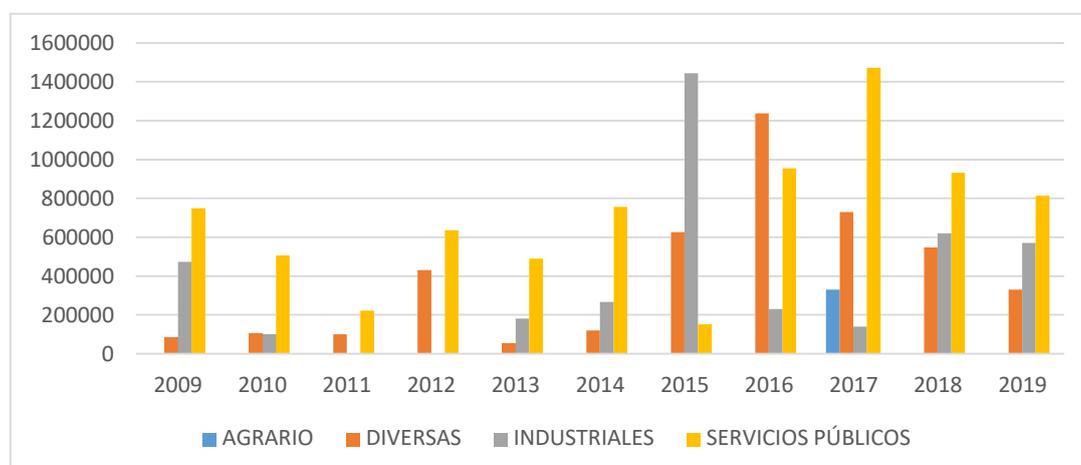
El año pasado, 2019, las empresas no financieras colocaron 1 713 millones de soles en bonos corporativos. La mayor emisión del año la realizó la empresa Cementos Pacasmayo S.A.A. quien colocó bonos por un monto de 570 millones soles como parte de su segundo programa de bonos corporativos con el objetivo de recomprar una deuda emitida en dólares en el año 2013. Esta emisión se analizará como caso de estudio en la sección de evidencia empírica del presente trabajo.

Gráfico N°2: monto colocado en soles de bonos corporativos de empresas no financieras (en miles) entre el 2009 y 2019



Elaboración: Propia
Fuente: SMV

Gráfico N°3: Monto colocado de bonos corporativos de empresas no financieras por sector en miles soles (2009-2019)



Elaboración: Propia
Fuente: SMV

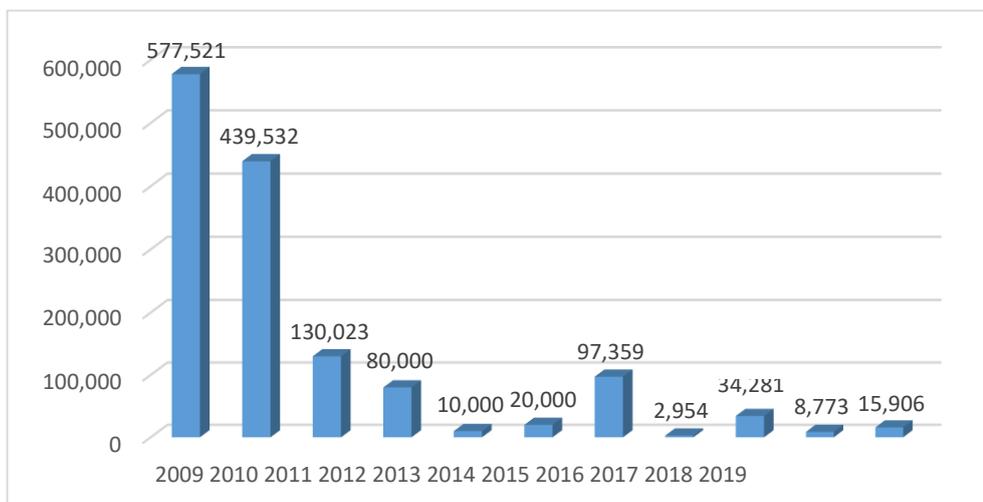
Colocaciones en dólares

Las colocaciones en dólares de bonos corporativos de empresas no financieras muestran un comportamiento distinto al de las colocaciones en soles en los últimos diez años. Entre el período 2009-2019, los montos de las colocaciones han disminuido en más del 90%. Asimismo, es importante señalar que desde el 2014, el total de las colocaciones de bonos corporativos en dólares en el Perú provienen solamente de empresas no financieras.

En estos últimos diez años, al igual que en el caso de las colocaciones en soles, las empresas que brindan servicios públicos son las que han realizado las mayores colocaciones en dólares. Entre ellas destacan: Perú LNG S.R.L, Transportadora de Gas del Perú y Red de Energía del Perú S.A.

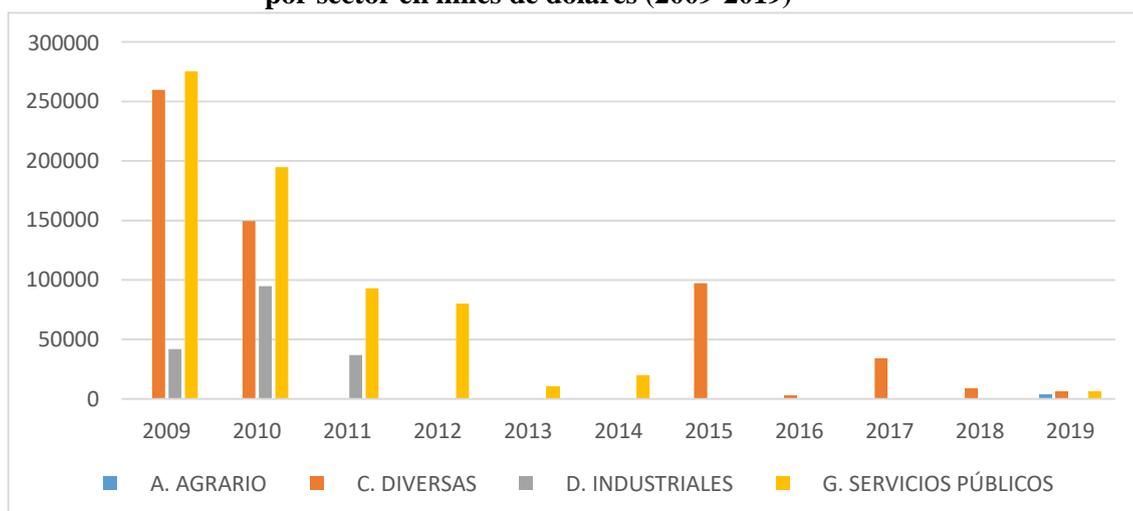
La mayor colocación en dólares durante este periodo se dio en el 2009 en el que Perú LNG S.R.L logró colocar un monto de 200 millones de dólares en bonos mediante cuatro emisiones simultáneas como parte de su primer programa de bonos corporativos. Esta emisión de deuda tuvo como objetivo financiar el proyecto de construcción de la primera planta de licuefacción de gas natural en América del Sur (BVL, 2010; Perú LNG, 2019; COSAPI, s.f.). En el 2019, se colocaron 15 millones dólares de bonos corporativos de empresas no financieras. La mayor colocación la realizó la empresa Atría S.A.C con 6 millones dólares como parte de la primera emisión de su primer programa de bonos corporativos. En esta colocación, la demanda superó a la oferta en 1.4 veces (Gestión, 2019).

Gráfico N°4: Monto colocado en dólares de bonos corporativos de empresas no financieras (en miles) entre el 2009 y el 2019



Elaboración: Propia
Fuente: SMV

Gráfico N°5: monto colocado de bonos corporativos de empresas no financieras por sector en miles de dólares (2009-2019)



Elaboración: Propia
Fuente: SMV

2. Caso de estudio: Cementos Pacasmayo S.A.A.

Para el caso de estudio se ha seleccionado a la empresa “Cemento Pacasmayo S.A.A” que en febrero del 2019 realizó la mayor colocación de bonos corporativos. Esta compañía fue creada en 1957 y es líder en la elaboración y fabricación de cementos, cal, agregados, bloques y ladrillos de cemento y otros materiales de construcción, derivados y afines, en el norte del país (Class & Asociados, 2019). El accionariado de Cementos Pacasmayo S.A.A. está liderado por el Grupo Económico Hochschild – Pacasmayo, el cual posee indirectamente el 50.01% de participación mediante Inversiones Aspi S.A.

Tabla N°2: Accionistas, directorio y plana gerencial – Cementos Pacasmayo S.A.A.

ANEXO II ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL - CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.

Accionistas al 30.09.2018

Accionistas	Participación
Inversiones Aspi S.A.	50.01%
JP Morgan Chase Bank N.A. FBO Holders of ADRs	15.54%
AFP Prima – Fondo 2	4.92%
AFP Prima – Fondo 3	4.55%
Otros minoritarios	24.98%
Total	100.00%

Fuente: CPSAA / Elaboración: Equilibrium

Sus plantas de producción de cemento se encuentran en La Libertad, San Martín y Piura. Esta última planta es altamente automatizada y computarizada por lo que es considerada la más moderna de Latinoamérica (Equilibrium Clasificadora de Riesgo, 2019).

A inicios del 2019, Cementos Pacasmayo emitió públicamente bonos por un monto de 570 millones de soles, en dos emisiones de 260 millones de soles a 10 años y 310 millones de soles a 15 años, con tasas de 6.68750% y 6.84375%, respectivamente. Ambos estuvieron dirigidos al mercado local y forman parte de su Segundo Programa de Bonos Corporativos. “El monto emitido ha sido el mayor colocado por un emisor corporativo desde el 2016, que demuestra el sólido apetito de los inversionistas por diversificar su riesgo y participar en transacciones de emisores de buena calidad crediticia y con emisiones de montos considerables, demostrando la profundidad del mercado local”, indicó Credicorp Capital en un comunicado. (Gestión, 2019)

Este programa responde a la recompra de parte de los bonos internacionales que emitió en febrero del 2013 (emisión por 300 millones de dólares a una tasa de interés anual nominal 4.5%), de tal manera que se estaría extendiendo el plazo del vencimiento de la deuda y reduciendo el riesgo cambiario⁶. La recompra llegó a 168 millones de dólares y fue realizada en un “*Tender Offer*” (diciembre del 2018) con un préstamo puente del Banco de Crédito del Perú (BCP), el cual luego fue refinanciado con lo recaudado por las emisiones. Es importante recalcar que esta operación sustituye deuda existente, motivo por el cual no se estima un mayor apalancamiento financiero para la empresa en los siguientes años (Equilibrium, 2019; Class & Asociados, 2019).

Este Segundo Programa de Bonos Corporativos tiene los siguientes *covenants* detallados (Equilibrium, 2019; Class & Asociados, 2019):

- “El ratio de cobertura de servicio de deuda (incluye amortización más intereses) deberá ser como mínimo 2.50x”.

- “El ratio de palanca financiera (deuda financiera a Ebitda) no podrá ser mayor que 3.50x. Adicionalmente, las Emisiones del Programa están garantizadas con una fianza otorgada por los fiadores solidarios: Cementos Selva S.A., Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L., Empresa de Transmisión Guadalupe S.A.C. y Dinonselva Iquitos S.A.C.”

Ambas emisiones se dieron en moneda nacional a la par y el valor nominal de los bonos fue de 1 000 soles (Mil y 00/100 Soles) cada uno. Los cupones son fijos y se pagan semestralmente sobre el valor nominal vigente.

La entidad estructuradora de esta operación fue Credicorp Capital Servicios Financieros S.A. y el agente colocador fue Credicorp Capital Sociedad Agente de Bolsa S.A. La clasificación de riesgo estuvo a cargo de las agencias: Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. y Class &

⁶ Al cierre del ejercicio 2018, la pérdida por tipo de cambio ascendió a 8 millones de soles, monto mayor al registrado en el 2017.

Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo. Ambas indican en su informe de clasificación que, según el análisis realizado a los estados financieros auditados consolidados al 31 de diciembre del 2018, la compañía cumplió con los covenants detallados. Por su parte, de acuerdo con Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.: el ratio de cobertura de servicio de deuda fue de 5.02 veces y el ratio de palanca financiera de 2.55 veces.

Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo asignó a estos bonos corporativos la nota de “AAA”, la cual 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 ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía” (Class & Asociados, 2019). Por su parte, la agencia clasificadora Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. les asignó una calificación de “AAA.pe”, rating que “refleja la capacidad más alta de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados” (Equilibrium, 2019).

Asimismo, los actuales tenedores de los bonos son tres inversionistas institucionales: AFP Integra, AFP Habitat, Profuturo AFP (Bloomberg,2019).

Otros detalles de la emisión se observan en la tabla N° 3 y el Anexo N°1.

Tabla N° 3: Detalle Técnico del segundo programa de bonos corporativos de Cementos Pacasmayo S.A.A. - Primera emisión y segunda emisión

<u>Emisor:</u>	Cementos Pacasmayo S.A.A. (“Pacasmayo” o el “Emisor”).	
<u>Denominación:</u>	Segundo Programa de Bonos Corporativos de Cementos Pacasmayo S.A.A. – Primera Emisión.	Segundo Programa de Bonos Corporativos de Cementos Pacasmayo S.A.A. – Segunda Emisión.
<u>Monto de la Emisión:</u>	Hasta por un monto máximo en circulación de S/ 600,000,000.00 (Seiscientos millones y 00/100 Soles).	Hasta por un monto máximo en circulación de S/ 600,000,000.00 (Seiscientos millones y 00/100 Soles).
<u>Serie:</u>	Serie A.	Serie A.
<u>Monto a Subastarse:</u>	Hasta por un monto de S/ 250,000,000.00 (Doscientos cincuenta millones y 00/100	Hasta por un monto de S/ 200,000,000.00 (Doscientos millones y 00/100 Soles), ampliable hasta S/ 350,000,000.00

	Soles), ampliable hasta S/ 400,000,000.00 (Cuatrocientos millones y 00/100 Soles).	(Trescientos cincuenta millones y 00/100 Soles).
<u>Moneda:</u>	Soles.	Soles.
<u>Valor Nominal y Número:</u>	El Valor Nominal de los Bonos será de S/ 1,000.00 (Mil y 00/100 Soles) cada uno. El número de Bonos a emitirse será de hasta 250,000 (Doscientos cincuenta mil), ampliables hasta 400,000 (Cuatrocientos mil).	El Valor Nominal de los Bonos será de S/ 1,000.00 (Mil y 00/100 Soles) cada uno. El número de Bonos a emitirse será de hasta 200,000 (Doscientos mil), ampliables hasta 350,000 (Trescientos cincuenta mil).
<u>Plazo:</u>	Diez (10) años, contados a partir de la Fecha de Emisión.	Quince (15) años, contados a partir de la Fecha de Emisión.
<u>Amortización:</u>	La amortización total del principal de los Bonos se realizará en un único pago en la Fecha de Redención.	La amortización del principal de los Bonos se realizará en diez (10) pagos iguales a partir del vigésimo primer semestre vencido desde la Fecha de Emisión hasta la Fecha de Redención.
<u>Precio de la Colocación</u>	A la par.	A la par.
<u>Fecha de Colocación:</u>	31 de enero de 2019.	31 de enero de 2019.
<u>Fecha de Emisión:</u>	1 de febrero de 2019.	1 de febrero de 2019.
<u>Fecha de Redención:</u>	1 de febrero de 2029.	1 de febrero de 2034.
<u>Fecha de Vencimiento:</u>	Excepto por la Fecha de Emisión, los 1 de agosto y 1 de febrero de cada año durante la vigencia de los Bonos.	
<u>Garantías:</u>	Genérica con el patrimonio del Emisor. Sin perjuicio de ello, Fianzas Solidarias hasta por el cien por ciento (100%) de las Obligaciones Garantizadas otorgadas por Cementos Selva S.A., Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L., Empresa de Transmisión Guadalupe S.A.C.,	

	y Dinoselva Iquitos S.A.C. Adicionalmente, los Bonos están respaldados de forma genérica por el patrimonio del Emisor.
<u>Clasificación de Riesgo:</u>	Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.: AAA,pe Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo: AAA
<u>Negociación:</u>	Los Bonos serán libremente negociables entre Inversionistas Institucionales y serán inscritos en el Registro de la BVL dentro de los quince (15) Días Hábiles siguientes a su Fecha de Emisión. El trámite de inscripción en Rueda de Bolsa se realizará por cuenta y costo del Emisor.
<u>Mecanismo de Colocación, Tipo de Subasta y Asignación:</u>	Colocación bursátil. Subasta Holandesa con posibilidad de ampliación y con propuestas de compra acumulativas. La asignación se efectuará según lo establecido en el Prospecto Complementario correspondiente.
<u>Entidad Estructurador:</u>	Credicorp Capital Servicios Financieros S.A.
<u>Agente Colocador:</u>	Credicorp Capital Sociedad Agente de Bolsa S.A.
<u>Representante de los Obligacionistas:</u>	Scotiabank Perú S.A.A.

Elaboración y fuente: Credicorp Capital.

III. CONCLUSIONES

- La SMV establece disposiciones legales que buscan proteger al inversionista y disminuir las asimetrías de la información dentro del mercado de valores. Sin embargo, esto no elimina el riesgo de la inversión. Una vez que se coloque el bono, el inversionista no puede observar qué proyectos selecciona el emisor o cómo gestiona el riesgo de sus inversiones (Tirole, 2016).
- Las agencias clasificadoras son contratadas por el emisor, por lo que existirían incentivos a no ser tan estrictas al momento de asignar una clasificación de los bonos. Sería óptimo que el regulador asigne a cada emisor una clasificadora de riesgo adicional para disminuir el sesgo de clasificación que pueda existir.
- Validando la hipótesis planteada se puede concluir que, efectivamente la SMV establece “reglas de juegos” transparentes en el mercado peruano de bonos. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que el monto de las colocaciones y el número de empresas no financieras que optan por financiarse en este mercado son pequeños, y al mismo tiempo se han reducido en los últimos años. Algunos de los factores que podrían explicar este comportamiento serían los costos y tiempo en el que incurre el emisor para cumplir con todos los requisitos y trámites establecidos por el marco regulatorio. Bajo este escenario, las empresas podrían optar por solicitar préstamos bancarios. Otros de los factores serían la iliquidez de estos títulos, el reducido número de inversionistas y la existencia de otras opciones más rentables.

IV. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arata, C. (2009). CONASEV y protección al inversionista: límites en el rol del regulador. *IUS ET VERITAS*, 19(39), 178-196.
- Banco Central de Reserva del Perú. (Mayo de 2011). Recuadro 7: Costos de Emisión de Instrumentos de Deuda. Reporte de Estabilidad Financiera. Obtenido de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2011/Mayo/ref-mayo-2011-recuadro-7.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (9 de Abril de 2013). Notas de Estudios del BCRP. Obtenido de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Notas-Estudios/2013/nota-de-estudios-21-2013.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2019). Capítulo V: Mercado de Capitales. Lima: Guía Metodológica de la Nota Semanal. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Guia-Metodologica/nota-semanal/Guia-Metodologica-05.pdf>
- Blommestein, H. J., Harwood, A., & Holland, A. (2011). The future of debt markets. *OECD Journal: Financial Market Trends*(2), 263-281.
- Bloomberg L.P. (13 de Enero de 2019). Bonos Corporativos de Cementos Pacasmayo S.A.A. Obtenido de Base de Datos de Bloomberg
- BVL. (10 de Junio de 2010). PERU LNG inaugura la primera planta de licuefacción de gas natural en Sudamérica. Obtenido de <https://www.bvl.com.pe/hhii/OE4139/20100610094101/NOTA32DE32PRENSA32MELCHORITA.PDF>
- Caballero, A., Melgarejo, G., Mongrut, S., & Villanueva, M. (2006). *Las Agencias Clasificadoras de Riesgo en el Perú: Análisis y evaluación de su Rol*. Documento de Discusión DD/06/14. Universidad del Pacífico.
- CFA Institute. (2018). *CFA Institute Investment Foundations Program (3rd Edition)*. Chapter 16: Types and Characteristics of Investors.
- CFA Level I. (2018). *Fixed income, derivatives, and alternative investments*. Kaplan University-Schweser Notes (eBook).
- Class & Asociados S.A. (28 de Mayo de 2019). Informe de Casificación de Riesgo Cementos Pacasmayo S.A.A. y Subsidiarias. Obtenido de <http://www.classrating.com/informes/pacasmayo1.pdf>
- COSAPI. (s.f.). Peru LNG Melchorita - Planta de Gas Natural Licuado. Obtenido de <https://www.cosapi.com.pe/Site/Index.aspx?alD=64>
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (30 de Mayo de 2019). Informe de Clasificación: Cementos Pacasmayo S.A.A. Obtenido de <https://www.bvl.com.pe/hhii/CD0005/20190530160401/INFORME32FINAL32CPSAA3220193203.PDF>

- Gestión. (29 de Setiembre de 2017). Palmas de Espino emite bonos corporativos por S/ 330 millones por primera vez desde 2008. Obtenido de <https://gestion.pe/economia/empresas/palmas-espino-emite-bonos-corporativos-s-330-millones-primera-vez-2008-144509-noticia/>
- Gestión. (4 de Diciembre de 2019). Atria Energía emitió US 6 millones en primer programa de bonos corporativos. Obtenido de <https://gestion.pe/economia/empresas/atria-energia-emitio-us-6-millones-en-primer-programa-de-bonos-corporativos-noticia/>
- Gestión. (31 de Enero de 2019). Cementos Pacasmayo realizó la más grande emisión de bonos en más de dos años. Obtenido de <https://gestion.pe/economia/empresas/cementos-pacasmayo-realizo-grande-emision-bonos-dos-anos-257472-noticia/>
- Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N°861 (Diario Oficial El Peruano 22 de Octubre de 1996). Obtenido de <https://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyOrganicaSMV.pdf>
- Ley Orgánica de la Superintendencia del Mercado de Valores, Decreto Ley N° 26126 (Diario Oficial El Peruano 30 de 12 de 1992). Obtenido de https://www.smv.gob.pe/uploads/LEY_ORGANICA.pdf
- López-Aliaga, R., & Souza, L. (1997). La Intermedicación Financiera y Banca de Inversiones en el Perú. *Derecho & Sociedad*(12), 110-119.
- Ministerio de Economía y Finanzas. (s.f.). Capítulo I. Conceptos Básicos sobre el Mercado de Valores. Obtenido de <https://www.mef.gob.pe/es/portal-de-transparencia-economica/297-preguntas-frecuentes/2186-capitulo-i-conceptos-basicos-sobre-el-mercado-de-valores->
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial markets and institutions (9th Edition)*. Harlow, England: Pearson.
- Perú LNG. (2019). Perú LNG : Memoria Anual 2018. Obtenido de <https://perulng.com/wp-content/uploads/2019/05/Memoria-Anual-PERU-LNG-2019.pdf>
- Reglamento de Entidades Estructuradoras del Mercado de Valores, Resolución No. 142-2014-SMV-02 (Superintendencia del Mercado de Valores 2014).
- Superintendencia del Mercado de Valores. (19 de Octubre de 2015). *52 SMV Entidades Estructuradoras - segunda parte*. Obtenido de <https://www.youtube.com/watch?v=8U9f7wTAw-E>
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2017). Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de bonos en el Mercado Alternativo de Valores – MAV. Obtenido de <http://www.smv.gob.pe/sil/RSUP00001700021002.pdf>
- Tirole, J. (2010). *The theory of corporate finance*. New Jersey: Princeton University Press.
- Tong, J. (2012). *Finanzas empresariales: la decisión de inversión*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).
- Torres, F. (2013). La Regulación del Representante de los Obligacionistas en el Ámbito del Mercado de Valores. *Derecho & Sociedad*(41), 57-65.

ANEXOS

Anexo N°1: Detalle técnico del segundo programa de bonos corporativos de Cementos Pacasmayo S.A.A. – Primera emisión y segunda emisión.

<u>Emisor:</u>	Cementos Pacasmayo S.A.A. (“Pacasmayo” o el “Emisor”).	
<u>Denominación:</u>	Segundo Programa de Bonos Corporativos de Cementos Pacasmayo S.A.A. – Primera Emisión.	Segundo Programa de Bonos Corporativos de Cementos Pacasmayo S.A.A. – Segunda Emisión.
<u>Monto de la Emisión</u>	Hasta por un monto máximo en circulación de S/ 600,000,000.00 (Seiscientos millones y 00/100 Soles).	Hasta por un monto máximo en circulación de S/ 600,000,000.00 (Seiscientos millones y 00/100 Soles).
<u>Serie:</u>	Serie A.	Serie A.
<u>Monto a Subastarse</u>	Hasta por un monto de S/ 250,000,000.00 (Doscientos cincuenta millones y 00/100 Soles), ampliable hasta S/ 400,000,000.00 (Cuatrocientos millones y 00/100 Soles).	Hasta por un monto de S/ 200,000,000.00 (Doscientos millones y 00/100 Soles), ampliable hasta S/ 350,000,000.00 (Trescientos cincuenta millones y 00/100 Soles).
<u>Moneda:</u>	Soles.	Soles.
<u>Valor Nominal y Número:</u>	El Valor Nominal de los Bonos será de S/ 1,000.00 (Mil y 00/100 Soles) cada uno. El número de Bonos a emitirse será de hasta 250,000 (Doscientos cincuenta mil), ampliables hasta 400,000 (Cuatrocientos mil).	El Valor Nominal de los Bonos será de S/ 1,000.00 (Mil y 00/100 Soles) cada uno. El número de Bonos a emitirse será de hasta 200,000 (Doscientos mil), ampliables hasta 350,000 (Trescientos cincuenta mil).
<u>Plazo:</u>	Diez (10) años, contados a partir de la Fecha de Emisión.	Quince (15) años, contados a partir de la Fecha de Emisión.
<u>Amortización:</u>	La amortización total del principal de los Bonos se realizará en un único pago en la Fecha de Redención.	La amortización del principal de los Bonos se realizará en diez (10) pagos iguales a partir del vigésimo primer semestre vencido desde la Fecha de Emisión hasta la Fecha de Redención.
<u>Precio de la Colocación:</u>	A la par.	A la par.
<u>Tasa de Interés:</u>	Será equivalente a una tasa de interés fija nominal anual que será aplicada sobre el Valor Nominal Vigente. La tasa de interés estará expresada en treintaidosavos (1/32) porcentuales. La Tasa de Interés de cada Serie será establecida por las personas facultadas por el Emisor antes de la Fecha de Emisión de los Bonos, con arreglo al mecanismo de colocación que se establece en el Prospecto Complementario de la Primera Emisión.	Será equivalente a una tasa de interés fija nominal anual que será aplicada sobre el Valor Nominal Vigente. La tasa de interés estará expresada en treintaidosavos (1/32) porcentuales. La Tasa de Interés de cada Serie será establecida por las personas facultadas por el Emisor antes de la Fecha de Emisión de los Bonos, con arreglo al mecanismo de colocación que se establece en el Prospecto Complementario de la Segunda Emisión.
<u>Cupón:</u>	Es el monto de los intereses pagaderos cada semestre vencido en las Fechas de Vencimiento y Fecha de Redención tal como se define en los documentos complementarios.	Es el monto de los intereses pagaderos cada semestre vencido en las Fechas de Vencimiento y Fecha de Redención tal como se define en los documentos complementarios.
<u>Fecha de Colocación:</u>	31 de enero de 2019.	31 de enero de 2019.

<u>Fecha de Emisión:</u>	1 de febrero de 2019.	1 de febrero de 2019.
<u>Fecha de Redención:</u>	1 de febrero de 2029.	1 de febrero de 2034.
<u>Fecha de Vencimiento:</u>	Excepto por la Fecha de Emisión, los 1 de agosto y 1 de febrero de cada año durante la vigencia de los Bonos.	
<u>Clase:</u>	Bonos nominativos, indivisibles, libremente negociables entre Inversionistas Institucionales y representados por anotaciones en cuenta e inscritos en el registro contable de CAVALI.	
<u>Garantías:</u>	Genérica con el patrimonio del Emisor. Sin perjuicio de ello, Fianzas Solidarias hasta por el cien por ciento (100%) de las Obligaciones Garantizadas otorgadas por Cementos Selva S.A., Distribuidora Norte Pacasmayo S.R.L., Empresa de Transmisión Guadalupe S.A.C., y Dinonselva Iquitos S.A.C. Adicionalmente, los Bonos están respaldados de forma genérica por el patrimonio del Emisor.	
<u>Clasificación de Riesgo:</u>	Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.: AAA.pe Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo: AAA	
<u>Tipo de Oferta:</u>	Oferta Pública dirigida exclusivamente a Inversionistas Institucionales según lo establecido en el Reglamento.	
<u>Lugar y Agente de Pago:</u>	CAVALI S.A. ICLV, con domicilio en Av. Santo Toribio N° 143, Oficina 501, San Isidro, Lima, Perú.	
<u>Negociación:</u>	Los Bonos serán libremente negociables entre Inversionistas Institucionales y serán inscritos en el Registro de la BVL dentro de los quince (15) Días Hábiles siguientes a su Fecha de Emisión. El trámite de inscripción en Rueda de Bolsa se realizará por cuenta y costo del Emisor.	
<u>Mecanismo de Colocación, Tipo de Subasta y Asignación:</u>	Colocación bursátil. Subasta Holandesa con posibilidad de ampliación y con propuestas de compra acumulativas. La asignación se efectuará según lo establecido en el Prospecto Complementario correspondiente.	
<u>Periodo de Recepción de las Órdenes de Compra:</u>	Entre las 9:00 horas y las 13:00 horas del 31 de enero de 2019.	
<u>Medio de Entrega de las Órdenes de Compra:</u>	Las órdenes de compra se podrán recibir a través de: (i) formato escrito preparado por Credicorp Capital Sociedad Agente de Bolsa S.A. enviado en original, vía fax al 435-0475 / 435-1244 o adjunto a correo electrónico, este último medio con posterior confirmación; (ii) llamadas telefónicas grabadas; o, (iii) sistema de comunicación Bloomberg, durante el periodo de recepción de órdenes de compra.	
<u>Fecha y Hora de Comunicación a Inversionistas</u>	La adjudicación, el monto y la Tasa de Emisión de los Bonos serán comunicados a los inversionistas vía facsímil o correo electrónico, lo cual se realizará entre las 15:00 horas y las 17:00 horas de la Fecha de Colocación.	
<u>Plazo para la Liquidación:</u>	Hasta las 13:00 horas del día hábil siguiente de la subasta vía transferencia a la cuenta de Credicorp Capital Sociedad Agente de Bolsa S.A. indicada en las órdenes de compra.	
<u>Entidad Estructurador:</u>	Credicorp Capital Servicios Financieros S.A.	
<u>Agente Colocador:</u>	Credicorp Capital Sociedad Agente de Bolsa S.A.	

<u>Representante de los Obligacionistas:</u>	Scotiabank Perú S.A.A.
<u>Aviso Importante:</u>	El monto de la presente oferta será establecido por el Emisor e informado a la SMV antes de la Fecha de Emisión. Pacasmayo se reserva el derecho de suspender o dejar sin efecto la presente oferta hasta antes de la adjudicación de los Bonos. Cabe señalar que el monto máximo en circulación del Segundo Programa de Bonos Corporativos de Cementos Pacasmayo S.A.A. – Primera Emisión Serie A y del Segundo Programa de Bonos Corporativos de Cementos Pacasmayo S.A.A. – Segunda Emisión Serie A en conjunto no excederá los S/ 570,000,000.00 (Quinientos setenta millones y 00/100 Soles).

Elaboración y fuente: Credicorp Capital.