

Capítulo 4: Los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's) Como Mecanismo Para el Financiamiento de Proyectos de Infraestructura en México

4.1 Origen de los CKD's.

ANTECEDENTES EN OTROS PAÍSES.

Las bolsas de valores de diversos países han desarrollado instrumentos cuyo fin es financiar distintos sectores e impulsar y propiciar el crecimiento nacional de sus respectivas economías, tarea que se ha hecho más difícil en la actualidad debido a la magnitud y complejidad de proyectos diferentes proyectos por lo que dichos instrumentos han tenido que diversificarse y evolucionar para adaptarse a las necesidades actuales como es el caso de los CKD's.

La emisión de los CKD's en México, principalmente se basan en la experiencia internacional de cuatro bolsas de valores de mercados con mayor desarrollo los cuales desarrollaron instrumentos semejantes a los CKD's.

Estados Unidos - Bolsa de Valores de Nueva York: Special Purpose Acquisition Company (SPAC). Es utilizado por compañías sin operaciones para recaudar fondos, por medio de una emisión, para adquirir otra compañía, o alguna posición accionaria importante. A finales de 2008 existían 158 SPACs listados, y desde el 2003 se han emitido aproximadamente 20.4 billones de dólares a través de estos vehículos. Desde principios de 2008 a la fecha se han listado alrededor de 39 SPACs.

Canadá - Bolsa de Valores de Toronto: Income Trusts. El apartado de la Bolsa de Valores de Toronto en el cual se listan instrumentos de capital, se basa en un fideicomiso que invierte en compañías o activos productivos. Su estructura permite el flujo directo de ingresos a tenedores de unidades. El total de Income Trusts emitidos en la Bolsa de Valores de Toronto es de 163, con una capitalización de mercado de 130.7 billones de dólares (a diciembre de 2009). Las inversiones de este tipo de instrumentos son principalmente en el sector energético (petróleo y gas), bienes raíces, logística, salud y minería.

Australia - Bolsa de Valores de Australia: Infrastructure Funds. Vehículos de inversión equiparables a los CKD's debido que los fondos invierten directamente en infraestructura pública como carreteras,

aeropuertos, oleoductos, etc. Al cierre de abril de 2009 existen 21 fondos de infraestructura listados, con un valor de capitalización de 23,897 millones de dólares australianos.

Inglaterra - Bolsa de Valores de Londres, Specialist Fund Market. Es un apartado altamente especializado, enfocado a títulos de inversión y dirigido a inversionistas calificados o institucionales. En el último año se han listado cuatro fondos especializados, cuyo valor de capitalización asciende a 165 millones de libras esterlinas. Los principales sectores e industrias beneficiadas son los de servicios y manufactura. En esta clasificación, entran los conjuntos habitacionales, edificios de condominios, oficinas, usos múltiples para negocios como el World Trade Center, plazas, centros comerciales y recreativos, cines, teatros, centros culturales, auditorios, estadios deportivos, centrales de abasto, parques industriales y otras edificaciones con diversos tipos de servicios.

ANTECEDENTES EN MÉXICO.

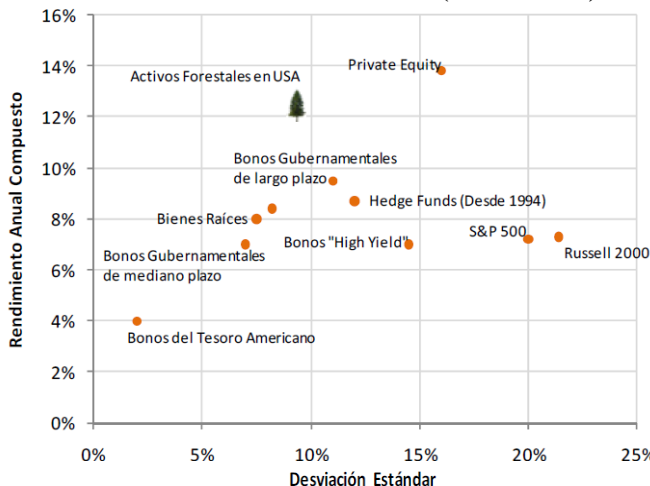
--PROYECTO SANTA GENOVEVA.

Los Certificados Bursátiles de Santa Genoveva son los antecedentes directos de los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's), ya que estos certificados fueron modificados de tal manera que dieron origen a los actuales CKD's, por lo que estos Certificados no se consideran plenamente como CKD's.

Estos certificados fueron promulgados y aprobados en julio de 2007 aunque a causa de algunos imprevistos se emitieron hasta julio del 2008 con el fin de financiar un proyecto forestal de la empresa AGROPECUARIA SANTA GENOVEVA S.A. DE C.V. la cual se ubica en el estado de Campeche cerca de la frontera con Guatemala. El proyecto consiste en plantar 1,200 hectáreas de teca por año hasta alcanzar las 19,560 hectáreas, las cuales se cortan y aserran en el mismo lugar para la exportación de su madera a los Estados Unidos de Norteamérica principalmente.

Santa Genoveva inició el uso de biotecnología para obtener árboles de Teca, originarios de la India y Myanmar; estos árboles son altamente demandados por la dureza de su madera su durabilidad y color; características que las han llevado a cotizar en 1,200 dólares el metro cúbico, valor que hace de este proyecto una gran oportunidad para obtener altos rendimientos como se ha visto reflejado en los bonos estadounidenses de este mismo sector, uno de los bonos con más altos rendimientos en Estados Unidos, por lo que prácticamente todos los grandes inversionistas institucionales participan de forma importante en fondos forestales como el Endowment de Harvard, el cual tiene un 9% de su portafolios en inversiones forestales.

Rendimientos vs Volatilidad (1990 – 2008)



El proyecto de Santa Genoveva está planeado a un largo plazo de hasta 18 años de los cuales en los 13 primeros años se esperan flujos negativos, características consideradas de alto riesgo y que comparte con proyectos de otros sectores como lo son los proyectos de infraestructura. Dichas características dificulta atraer inversionistas para desarrollar proyectos de este tipo inclusive si dichos proyectos pudieran percibir altos rendimientos.

Para financiar el proyecto se recurrió a la compañía SAI, consultores económicos financieros quienes analizaron el proyecto Santa Genoveva con Bonos UDI's, alternativa que resulto ser muy costosa por lo que se decidió buscar otra alternativa la cual se basa en reducir el costo del riesgo del proyecto lo que implica disminuir las garantías de los inversionistas.

	100% PESOS	100% UDI's
▪ Necesidades Santa Genoveva:	1,165 millones de pesos	1,165 millones de pesos
▪ Costos relacionados a la emisión:	92 millones de pesos	92 millones de pesos
▪ Costo del bono para la garantía:	393 millones de pesos	1,176 millones de pesos
Gran total:	1,650 millones de pesos	2,433 millones de pesos

El ahorro que la compañía SAI dedujo con la adquisición de los Certificados Bursátiles de Santa Genoveva en lugar de UDI's fue de 783 millones de pesos que bien se puede traducir en ganancias tanto para la compañía como para los inversionista.

Los principales inversionistas que se busco atraer fueron las afores aunque para que se les permitiera invertir en un proyecto con este tipo de riesgo, se aprovechó un descuido en el reglamento de las Afores y se genero un instrumento de deuda emitido por un fideicomiso creado especialmente para este fin, complementado por un Bonos Cupón Cero que separa una parte del capital en un instrumento de bajo riesgo y cubre el monto de alto riesgo pero para el cual no se pagan las amortizaciones del capital y de los rendimientos al término del plazo si no en cortes intermedios del proyecto, a los años cuatro, nueve y trece, respectivamente.

Para que ha estos Certificados Bursátiles Fiduciarios se les permitiera ser colocados, estos tuvieron que ser calificado por HR ratings obteniendo la más alta calificación HR-AAA por el flujo de efectivo generado; y por Fitch Ratings obteniendo AAA(mex) la más alta calificación para crédito a largo plazo en México.

El éxito del proyecto Santa Genoveva ha sido notorio, se ha convertido en uno de los proyectos agroindustriales más rentables del país con una superficie plantada de 7,200 hectáreas en total, superando por 400 hectáreas a las comprometidas para 2009. Sin embargo el verdadero éxito que tuvieron los certificados se ve reflejado en los recursos captados, con un precio de 100 pesos por emisión, en el mismo año de su emisión se recaudo un total de 1650 millones de pesos, lo que animo a muchas empresas a llevar ante la CNBV propuestas de proyectos con el afán de recaudar recursos de forma similar a la de los Bonos de Santa Genoveva.

Las Afores y demás Inversionistas Institucionales igualmente vieron en los certificados una gran oportunidad de obtener grandes rendimientos, por lo que apoyaron en conjunto con los empresarios y demás interesados, la normalización de los certificados. Ante esto, CNBV se vio obligada a establecer reformas para normalizar y estandarizar dichos bonos dando como resultado los CKD's.

4.2 ¿Que es un CKD's?.

El 10 de agosto de 2009 por disposición de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), entro en vigor la colocación de un nuevo tipo de valor, los Certificados de Capital de Desarrollo (CCDs) o mejor conocidos como (CKD's). Estos instrumentos de largo plazo de hasta 50 años, son emitidos para un propósito específico por un fideicomiso a un plazo fijo. Los certificados no son muy líquidos y los rendimientos se consideran variables e inciertos, solo relacionados con las utilidades futuras de los proyectos a financiar. Las primeras emisiones fueron en pesos sin embargo se contemplo emisiones en dolares.

Los CKD's fueron diseñados para canalizar y acelerar el proceso de flujo de recursos con la finalidad de financiar proyectos que consumen recursos a un corto plazo y generan flujos en a un largo plazo, con lo que contrarrestaría la insuficiencia de inversión en el país. Dichos proyectos van desde proyectos de infraestructura, energía, inmobiliarios, hasta proyectos de minería, ecológicos, forestales, empresariales y tecnológicos, entre otros. Los CKD's pueden financiar desde proyectos que se encuentran en su etapa de inicio hasta proyecto que se encuentran en su etapa de operación.

Dentro de las normas emitidas se identifican dos tipos de emisiones:

- **Certificados de Capital de Desarrollo A** - dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o la adquisición de bienes o derechos sobre flujos de efectivo de varias sociedades.
- **Certificados de Capital de Desarrollo B** - dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o a la adquisición de bienes o derechos derivados de flujos de efectivo de una sola sociedad. Este tipo de certificados se usan regularmente en los proyectos de infraestructura donde se conoce el proyecto en específico, y puede mostrarse en 2 principales modalidades:
 - (i) Cuando el fideicomitente del fideicomiso emisor es la entidad objeto de las inversiones
 - (ii) Cuando el fideicomitente es una entidad diferente a la entidad objeto de las inversiones

Cada emisión de CKD's puede tener diferente grado de complejidad estructural, pero básicamente se conforman primeramente por un fideicomiso constituido por la sociedad o proyecto que requiere financiamiento, el cual emitirá los certificados y los pondrá a disposición de la BMV para que puedan ser adquiridos por los inversionistas. Los recursos netos recaudados por la venta de los certificados, serán traspasados al fideicomiso quien los administrara y transferirá a la administración de la sociedad o proyecto en uno o más desembolsos, dependiendo del plan de inversión acordado.

Como contraprestación por los recursos de la venta de los certificados, la administración actuará como fideicomitente al obligarse a transferir al fideicomiso a través de acciones, los derechos de recibir flujos de efectivo vinculados a las utilidades. Conforme el proyecto madure y llegue a una etapa con flujos positivos, los inversionistas recibirán a través del fideicomiso flujos de conformidad como repago de su inversión según lo establecido en el plan de negocios.

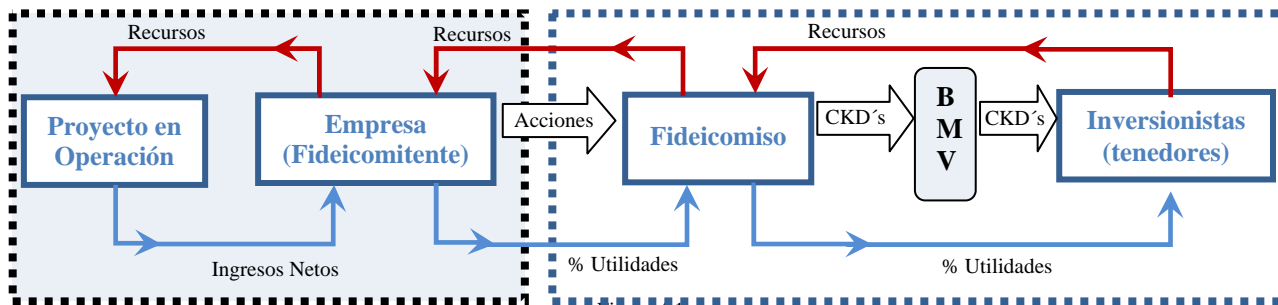


Figura 4.1

El fideicomiso juega un papel importante para que el mecanismo de este tipo de financiamiento funcione correctamente, primeramente es quien emite los certificados y quien paga los gastos relacionados a dicha emisión, además es quien recauda las acciones y el dinero de la venta de los certificados los cuales administra de forma imparcial y es irrevocable durante el plazo determinado; y finalmente actuando como intermediario entre la administración del proyecto y los inversionistas, ayudando a los fideicomitentes a obtener los recursos en cantidad y tiempo para su adecuada utilización en el desarrollo del proyecto, y también es quien da certeza a los inversionistas de que su inversión es utilizada según el plan del proyecto.

Para efectos de lo anterior, el patrimonio del fideicomiso se conforma principalmente de:

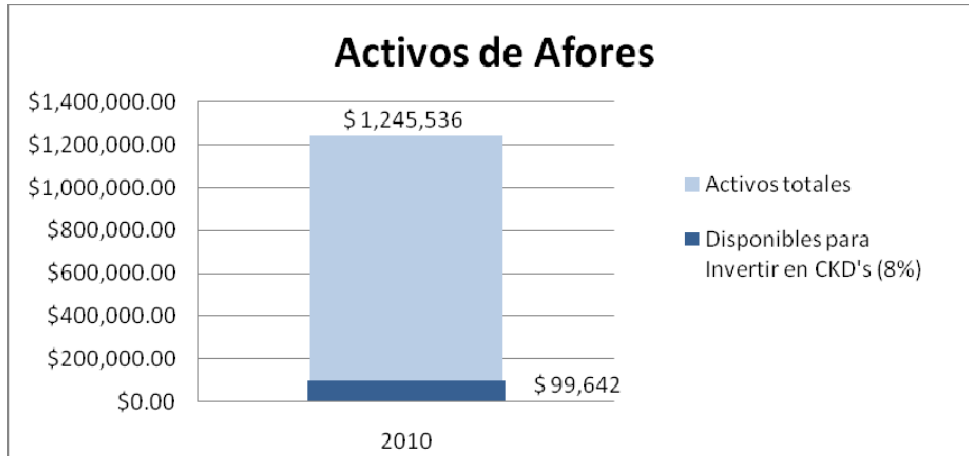
1. Los recursos de la emisión de los CKD's.
2. Las acciones que emite el fideicomitente.
3. Los flujos de efectivo derivados de dividendos, utilidades y amortizaciones.

Financiar proyectos a largo plazo siempre ha sido complejo, debido a sus características poco habituales estos cuentan con pocos inversionistas y escasas líneas de crédito. Las Afores fueron los primeros inversionistas que se buscó atraer para los CKD's debido a que ya habían participado en los Certificados Santa Genoveva y al ser **Instituciones Financieras**¹ y formar parte de los Ahorros Financieros de México, han mostrado tener un gran capital, el cual en estos últimos años ha tenido un crecimiento considerable, contando ya con más de 1,245 mmdp.

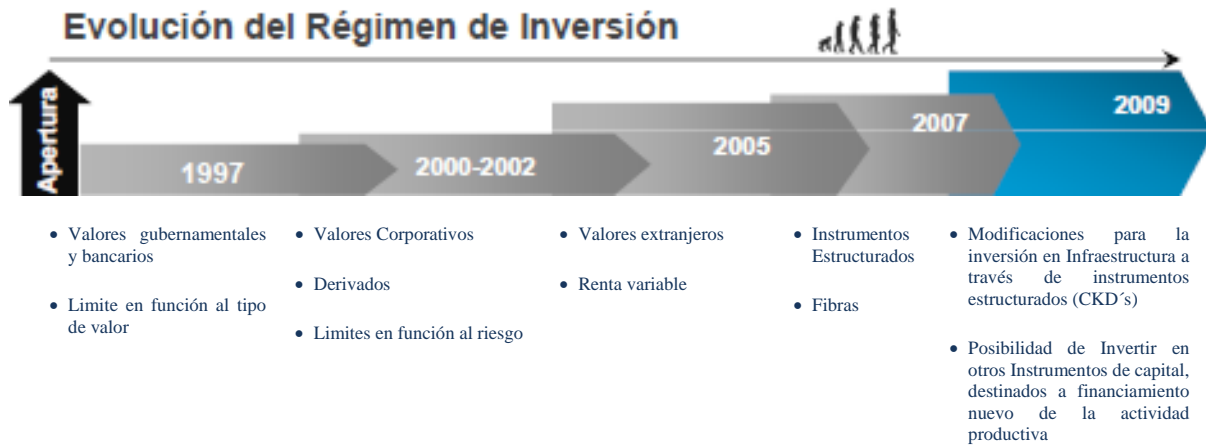


¹ **Inversionistas Institucionales** – Entidades cuyo giro principal sea la realización de inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros, y que el volumen de transacciones, naturaleza de sus activos u otras características, permita calificar de relevante su participación en el Mercado como lo son los bancos, Sociedades Financieras, compañías de seguros y administradoras de fondos entre otros.

Desde el inicio de los CKD's, las afores fueron las principales figuras que respaldaron los certificados interviniendo en su desarrollo y complementando su funcionalidad con una serie de cambios en su propia normativa regida por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR). Dichos cambios básicamente les permite invertir aproximadamente 8% de sus fondos netos en títulos estructurados con un perfil de riesgo más alto como lo son los CKD's, lo que se traduce en una cartera de inversión de más de 99,642 mdp.

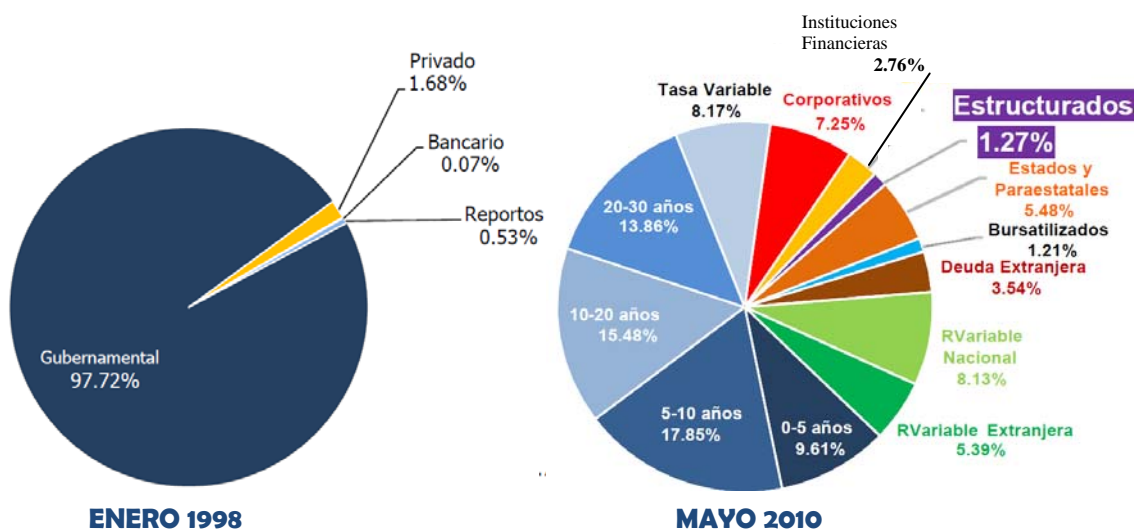


Las Afores fueron creadas en 1997, para actuar como administradores de los fondos de retiro y ahorro de los trabajadores afiliados al Seguro Social con la finalidad de proporcionar una pensión al momento de su retiro como ya se hacía en otros países. En un comienzo se manejo un perfil conservador invirtiendo solo en valores gubernamentales, posteriormente las normas de la CONSAR permitió que el régimen de inversión de las Afores evolucionaran.



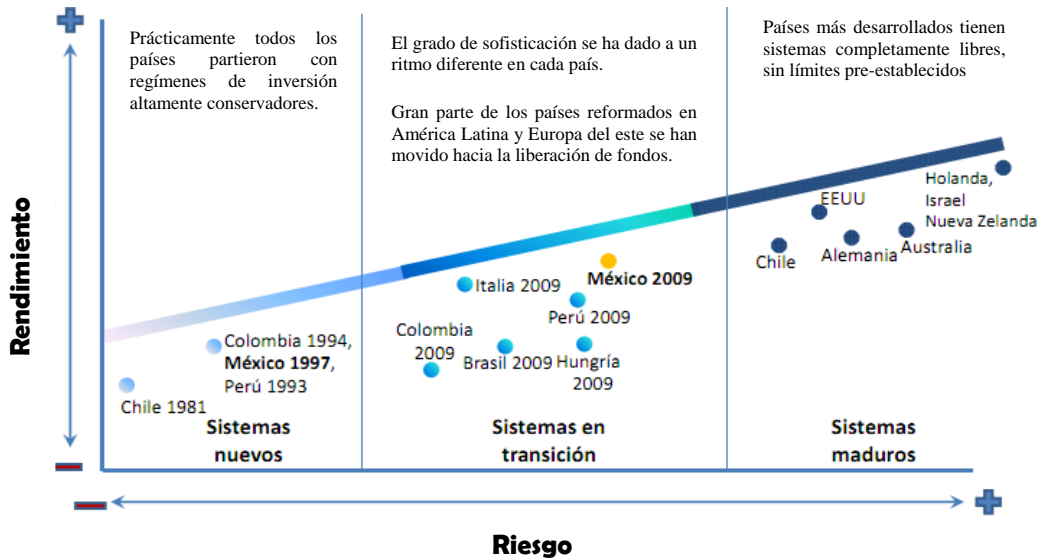
Esta evolución permitió ampliar la diversificación de los portafolios de inversión de las Afores, lo que les permiten invertir en proyectos específicos de mayor productividad pero de mayor riesgo como lo son los proyectos a largo plazo de infraestructura, ayudando a realizar más y mejores proyectos de este tipo y a su vez ha permitido a las Afores, obtener mayores rendimientos para los trabajadores pensionados.

Evolución de la Cartera de Inversión de las Afores



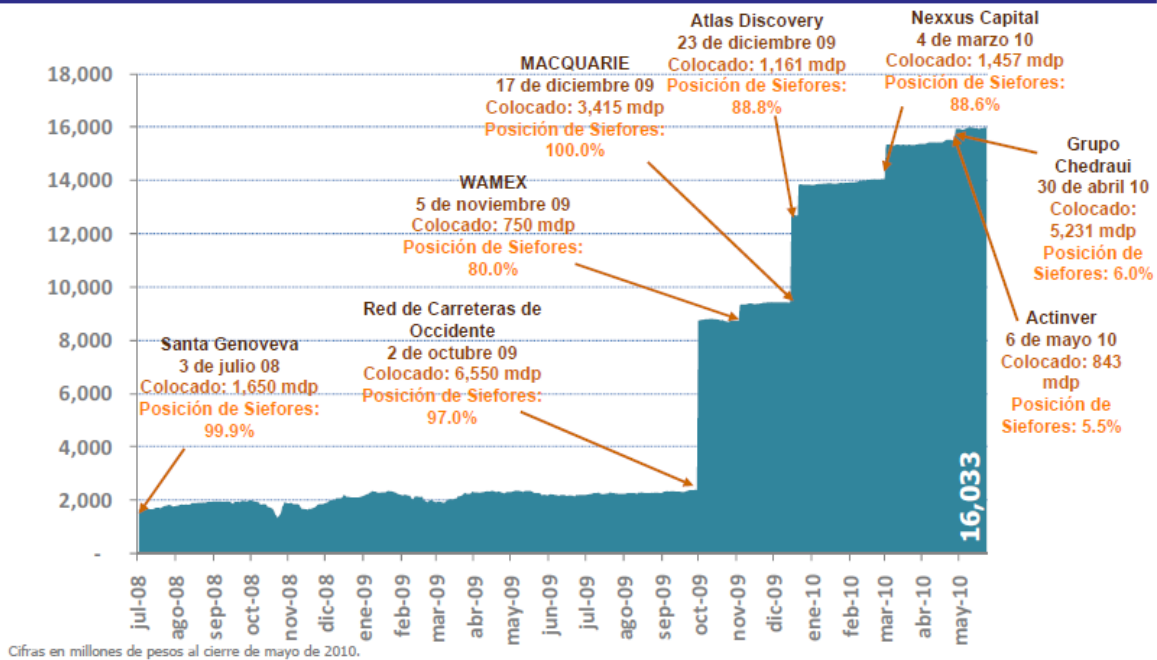
La evolución del régimen de inversión de las Afores, muestra la madurez que se ha alcanzado actualmente por estas instituciones para mitigar proyectos con mayores riesgos y mayores rendimientos, esperando en un futuro una mayor liberación de fondos necesaria para el desarrollo del país.

Liberación en respuesta de la madurez (Rendimiento - Riesgo)

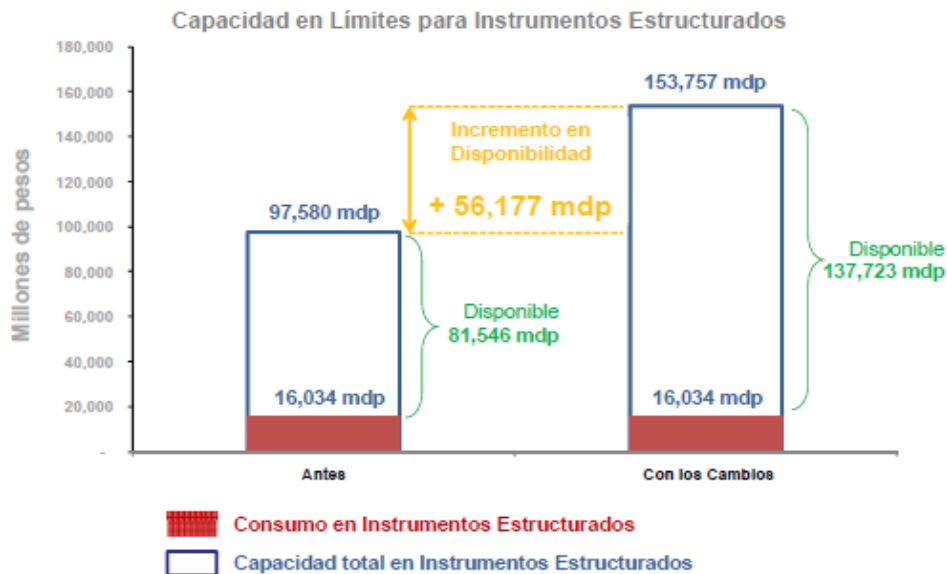


El incremento de la cartera de inversión autorizadas para las afores, y la creación de los CKD's, han impulsado una participación por parte de las afores creciente y acelerada en proyectos de cada vez mayor capital. En las primeras cinco colocaciones emitidas en menos de 6 meses, se emitió el 15% de lo que el régimen de inversión de las Afores les permite invertir en instrumentos estructurados.

Evolución de la posición de las SIEFORES en Estructurados (Cifras a valor de mercado)



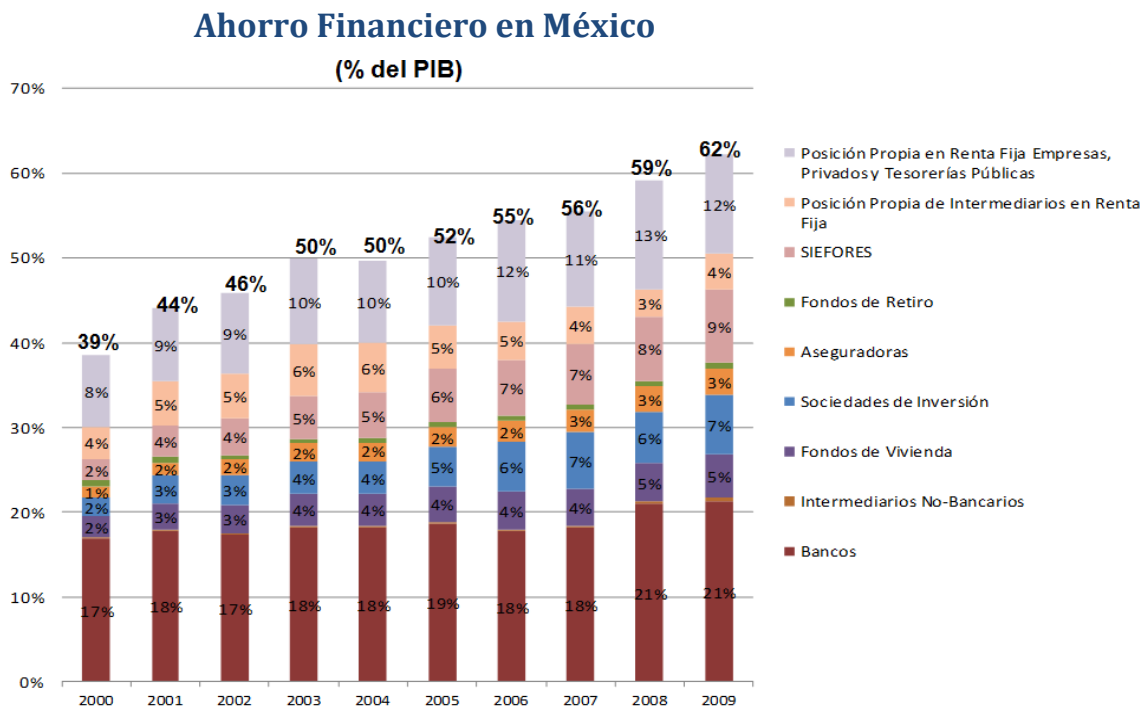
Las emisiones de CKD's han aumentado rápidamente junto con las solicitudes de empresas interesadas en fondearse mediante estos certificados, por lo que se espera que en este año 2011, se agoten los recursos disponibles de las afores para estos certificados, es por esto que se ha propuesto volver a cambiar los límites de inversión de las afores en estos certificados, de un 8% a un 13% aproximadamente, lo que aumentaría la capacidad de inversión en CKD's a más de 153,757 mdp.



Aunque este cambio no ha sido aprobado, es importante mencionar que el límite de recursos que los CKD's pueden disponer, no están marcados por el límite de inversión de las afores, ya que los CKD's pueden ser libremente adquiridos por cualquier persona física o moral por lo que deja una amplia cartera de inversionistas disponibles, sin embargo por las características de este instrumento, se esperan que los inversionistas sean en su mayoría Instituciones Financieras entre otras entes que manejen grandes capitales como lo son:

- Afores por medio de las SIAFORES
- Fondos de pensión
- Compañías de seguros
- Otros inversionistas institucionales calificados
- Fondos internacionales de inversión
- Aseguradoras de Vida
- Rentas Vitalicias
- Fondos soberanos
- Individuos con gran capital
- Organizaciones con gran capital

Los ahorros financieros que se tienen en el país son un buen ejemplo de los alcances que tienen estos certificados para recaudar recursos de Instituciones Financieras que cuentan con un gran capital para los diversos proyectos necesarios en el país.



Los proyectos de desarrollo de infraestructura financiados con CKD's cuentan con un apoyo proveniente de los recursos del Fonadin, quien participa hasta con un 20% del total de las emisiones, con el propósito de alentar los proyectos de infraestructura financiados bajo este esquema. Sin embargo para que el Fonadin proporcione su apoyo es necesario cumplir ciertos requisitos que se verán después.

4.3 Normatividad y Regulación.

Los altos riesgos implícitos que conllevan la utilización de CKD's como mecanismo de financiamiento para proyectos a largo plazo, hace necesaria una estricta regulación con el fin de evitar su fracaso. Esta regulación se lleva acabo tanto para las empresas que pretendan utilizar dichos certificados, como para las instituciones que pretendan emitirlos e inclusive para los inversionistas que quieran adquirir dichos certificados.

FIDEICOMISO.

La regulación de las Instituciones Fiduciarias que emiten CKD's corresponde a la Secretaria de Hacienda y Crédito Público (SHCP), la cual se apoya en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y que a su vez se apoya en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Estas Instituciones en conjunto, se dieron a la labor de reformar "El Reglamento Interior de la BMV", con la finalidad de darle a estos Instrumentos Estructurados una regulación adecuada. Dichas reforma para la regularización de los CKD's titulada como "Regulación en materia de gobierno corporativo y obligaciones de divulgación de información aplicables a las emisiones de CKD's.", se compone básicamente de tres partes:

1. Regulación en materia de gobierno corporativo
2. Requisitos para la oferta y listado.
3. Regulación en materia de divulgación.

--REGULACIÓN EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO.

Refiere principalmente a la regulación interna del fideicomiso, conforme a lo establecido en la Reforma, se introdujeron nuevas prácticas de gobierno corporativo aplicables a los fideicomisos emisores de CKD's, que se asemejan a la regulación corporativa aplicable a las Sociedades Anónimas Bursátiles. De tal manera que resulta en una equivalencia de estructura, funciones y responsabilidades de órganos de decisión de fideicomisos a las Sociedades Anónimas Bursátiles SAB.

Órganos del Fideicomiso		Órganos de la SAB
Asamblea de tenedores	=	Asamblea de Accionistas
Comité Técnico Fideicomiso	=	Consejo de Administración
Comité de Inversiones	=	Director General y Comités

Asamblea de tenedores - Es el máximo órgano social, podrá acordar y ratificar todos los actos y operaciones de ésta y sus resoluciones serán cumplidas por el Comité Técnico. Para que una asamblea ordinaria se considere legalmente reunida, debe estar representada, por lo menos, la mitad de los representantes de la capital y las resoluciones sólo serán válidas cuando se tomen la mayoría de los votos presentes o lo acordado bajo un convenio previo entre inversionistas.

A fin de proteger a las minorías de grupos de tenedores, se hacen acreedores a una serie de derechos.

- (i) El derecho del 10% de los tenedores para convocar a una Asamblea General de Tenedores,
- (ii) El derecho a oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas de tenedores.
- (iii) El derecho de aprobar las inversiones o adquisiciones que representen el 20% o más del patrimonio del fideicomiso.
- (iv) El derecho que tienen los titulares del 10% de los certificados en circulación para designar a un miembro del Comité Técnico del fideicomiso.

Comité Técnico - El Comité Técnico deberá estar integrado por un máximo de 21 miembros, de los cuales el 25% deberán ser independientes. Podrán formar parte del Comité Técnico, representantes del fideicomitente, el representante común y el administrador del patrimonio del fideicomiso.

Dentro de las facultades del comité técnico del fideicomiso están las de aprobar los proyectos futuros, fijar las políticas de inversión del patrimonio del fideicomiso, así como aprobar la adquisición o enajenación de activos materiales mediante instrucciones al administrador de los activos fideicomitados. Estas decisiones se tomaran por medio del voto, los cuales deberán revelarse al público inversionista.

Comité de Inversiones - Equivale a la Dirección General del proyecto o administrador de los activos fideicomitados, quien se encarga de la evaluación de las estrategias de largo plazo del negocio, incluyendo el presupuesto anual y de las principales políticas de inversión y financiamiento, además de dar seguimiento a la aplicación de los planes estratégicos.

--REQUISITOS PARA LA OFERTA Y LISTADO.

Las Instituciones Fiduciarias que soliciten autorización para colocar CKD's en el listado de valores de la BMV, deberán de cumplir con los siguientes requisitos ante la misma Institución.

- **Presentar un plan de negocios** - Debe incluir los términos y condiciones bajo los cuales se llevarán a cabo las inversiones en los proyectos, o bien las adquisiciones de títulos representativos del capital social, así como el manejo de los activos en fideicomiso acompañado de un calendario anual que detalle las fechas en que se espera se realizarán las inversiones, desinversiones y, en su caso, que señale las consecuencias en caso de incumplimiento.
- **Presentar documento explicativo** - Debe contener las características y los criterios de elegibilidad de las sociedades, respecto a las cuales el fideicomiso invertirá o adquirirá títulos representativos de su capital social.
- **Plazo máximo** - Debe dar a conocer a la BMV el plazo máximo para que el fideicomiso lleve a cabo las inversiones conforme al plan de negocios.

- **Contar con los mecanismos de valuación** - Deberá contar con los mecanismos de valuación de los títulos fiduciarios, los cuales varían para cada proyecto.
- **Reunir un número mayor a veinte inversionistas** - El número de inversionistas debe alcanzar un mínimo de 20, una vez realizada la operación de colocación.
- **Contar con reglas para contratación de un crédito o préstamo** - Contar con reglas para la contratación de cualquier crédito o préstamo con cargo al patrimonio del fideicomiso, por el fideicomitente, administrador del patrimonio fideicomitado o a quien se le encomienden dichas funciones, o por el fiduciario.

Para los Certificados de Capital de Desarrollo B, se hace necesaria la celebración de un convenio entre accionistas a fin de acordar principalmente:

- I. Gobierno corporativo
- II. Limitaciones a la competencia de los certificados
- III. Opciones de compra o venta para el caso de desacuerdos
- IV. Políticas de distribución de dividendos.

--REGULACIÓN EN MATERIA DE DIVULGACIÓN.

En materia de regularización de información las reformas introducen obligaciones adicionales de entrega y divulgación de información financiera, económica, contable, jurídica y administrativa, la cual deberá entregarse de forma periódica trimestral y anual a cargo de los fideicomisos emisores de CKD's, con la finalidad de proporcionar al mercado información suficiente en relación con el patrimonio del fideicomiso y la operación de los activos fideicomitados. El Reporte Anual de las emisoras de CKD's deberá describir las características de las sociedades o proyectos financiados, incluyendo información detallada sobre el cumplimiento del plan de negocios, sus avances, así como las consecuencias que se generaron del incumplimiento al mismo, ya que esta será auditada.

Asimismo, en determinados casos, el fideicomiso emisor deberá revelar información financiera y eventos relevantes relacionados con las sociedades en las cuales haya invertido o adquirido acciones representativas de su capital social. Adicionalmente la BMV podrá solicitar cualquier información adicional que considere necesaria para los efectos del trámite, y esta información contenida en los prospectos puede variar dependiendo del tipo de valor.

INVERSIONISTAS.

Para los inversionistas que decidan invertir en CKD's, deberán manifestar por escrito y de manera explícita, su intención de adquirir CKD's y cuales desea adquirir. Asimismo los inversionistas deben declarar que conocen los riesgos potenciales que presentan las inversiones en estos valores, así como que están al tanto y de acuerdo con las comisiones a favor del administrador de los activos y de los esquemas de compensación de los distintos participantes.

Las Afores en especial, tienen requisitos adicionales impuestos por la Consar, quien es el organismo que las rige, mediante el circular 15-23, donde las Afores adquieren el derecho de invertir en certificados fiduciarios bursátiles siempre y cuando:

- Los instrumentos no contemplen aportaciones adicionales con cargo a los inversionistas.
- Los pagos del principal, aun cuando dicho principal pueda ser diferido o amortizado anticipadamente, debe ser cubierto por un cupón cero.
- Deberán contar con la valuación de un tercer independiente, denominado como **Gatekeeper¹**, antes de tomar una decisión de invertir y por lo menos cada trimestre.

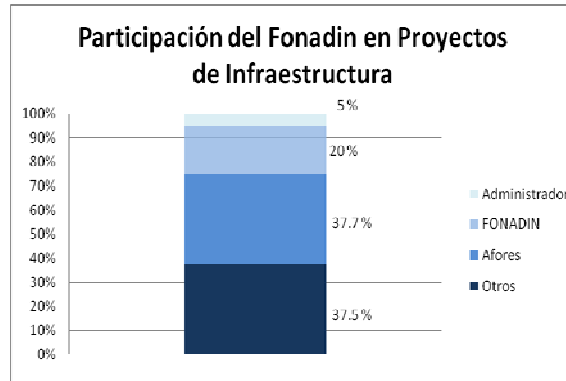
EMPRESAS Y PROYECTOS.

Las empresas o proyectos que deseen ser financiados con CKD's deberán demostrar la experiencia del administrador y/o contar con un historial de operación, también deberán registrar las acciones en el Registro Nacional de Valores.

En cuanto a los proyectos en específico, cada tipo de proyecto tiene sus propios requerimientos para poder obtener financiamiento de este tipo, para el caso de proyectos de infraestructura, sólo tendrán que cumplir con dos requisitos fundamentales:

- Contar con un plan de negocios que demuestre la viabilidad del proyecto en materia técnica y financiera.
- Tener la opinión favorable del Subcomité de Evaluaciones y Proyectos del Fonadin quien participa con un 20% de la inversión y a su vez requiere:
 - Tamaño de fondo de al menos 2,000
 - Participación del 5% de inversión por parte del Administrador.
 - Que se tenga una relación tal que por cada inversionista de Afores se encuentre mínimo otro Inversionista Institucional.
 - La inversión sea en México
 - El proyecto sea parte de los sectores del Fonadin
 - El plazo sea hasta 12 años

Gatekeeper - Asesor profesional que debe tener altos niveles éticos, amplios conocimientos y experiencia en materia legal y financiera. Dicha figura simula los escenarios probables y da una opinión independiente sobre si el proyecto está bien estructurado desde el punto legal y financiero.



4.4 Riesgos Asociados a los CKD's.

Es imposible enlistar todos los riesgos a los que está expuesto cada proyecto financiado por CKD's, por lo que se consideran los riesgos que puedan tener mayor impacto en el proyecto, de los cuales se han separado en 2 fuentes principales de riesgos potenciales, Riesgos Externos al Proyecto y Riesgos Internos del Proyecto.

Riesgos Externos al Proyecto – son las variables medibles y/o calculables hasta cierta aproximación, pero que están fuera del control de la administración del proyecto, como lo son las variables del Mercado.

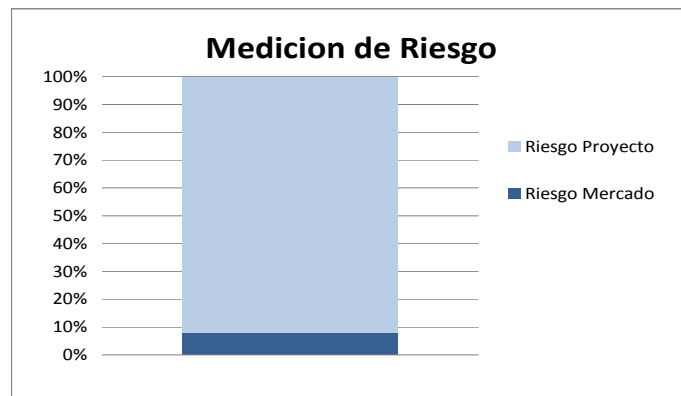
- Tasas de interés
- Tipo de cambio de moneda
- Inflación
- Tasas de desempleo
- Precio de los materiales
- Acciones de Gobierno
- Etc.

Riesgos Internos del Proyecto – Son las variables medidas y/o calculables hasta cierto rango de aproximación, en las cuales la administración del proyecto puede influenciar de manera parcial.

- Planeación
- Contratación y preparación del personal
- Organizacional
- Costos de operación

- Falta de equipo
- Accidentes en Obra
- Etc.

Los riesgos externos al proyecto, tienen menor impacto en la medición del riesgo total, pero no son de ninguna manera despreciables ya que podrían afectar de forma importante al proyecto. Los riesgos internos al proyecto tienen un mayor peso.



Las ganancias o pérdidas para el inversionista, depende del éxito del proyecto ya que tanto el pago de rendimientos como del capital se vinculan única y exclusivamente con los ingresos generados por utilidades del proyecto por lo que si no se generan utilidades, no existe compromiso alguno para pagar un determinado monto de interés ni capital, inclusive si el patrimonio del fideicomiso incluyendo los recursos obtenidos de los inversionistas, fueran bastos para realizar dicho pago este no se realizara si no hay utilidades; lo que resulta en un elevado riesgo para la inversión.

Con el fin de evitar que el proyecto fracase uno de los requisitos como ya se menciono, es que el proyecto cuente con un mecanismo de valuación el cual trabaje de manera frecuente cada que exista la información debida (3 meses) y el cual tome en cuenta los riesgos.

El método valuar proyectos con CKD's, dependerá de cada proyecto en especial, aunque se han considerado diversas metodologías de análisis de riesgo con el fin de poder mitigar los riesgos de una mejor manera, se ha considerado que la ausencia de información diaria sobre el valor de los certificados, la incertidumbre del futuro del proyecto y las imperfecciones del mercado entre otras limitantes para los análisis, han marcado la brecha para que los inversionistas consideren esta incertidumbre y puedan entender que los resultados de los análisis no están tan apegados a la realidad como lo están en otros proyectos.

A pesar de que se realizan valuaciones recurrentes, la incertidumbre de los resultados implica un elevado riesgo de la inversión, la cual se encuentra positivamente asociada con los rendimientos obtenidos, entre el 13 y 20% anual comparado a un instrumento de deuda tradicional que representa un 7%, lo que hace de estos proyectos muy atractivos para los inversionistas por su rentabilidad. Para asegurar dicha rentabilidad solo basta una buena estructuración y administración de los proyectos.

Es posible emitir CKD's con garantía real sobre las acciones fideicomitadas, las cuales el fideicomiso de ser necesario, el emisor puede otorgar dichas acciones para el beneficio de los inversionistas de los CKD's y del resto de los acreedores garantizados que tengan garantía real sobre dichos activos, aunque esto restaría rendimientos para los Inversionistas.