



PROYECTO DE ANALISIS, PLANEAMIENTO Y EJECUCION DE POLITICAS (PAPI)

Convenio USAID-Gobierno Peruano

Nuevos Instrumentos Financieros para el Mercado de Valores Peruano

INFORME FINAL

CONSULTORES:

* Hugo Lavados Montes

* María Victoria Castillo

Lima, Abril de 1994

Este trabajo fue elaborado a pedido de La CONASEV y SAFF y financiado por el Proyecto PAPI, según Convenio entre el Gobierno Peruano y USAID.

La Comisión Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), La Superintendencia de administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SAFF) y la Unidad Técnica del Proyecto de Análisis, Planeamiento y Ejecución de Políticas (PAPI), participaron en la supervisión del desarrollo del estudio.

Las opiniones vertidas en este documento son de entera responsabilidad del autor y no reflejan necesariamente la opinión de las agencias auspiciadoras del estudio.

El Proyecto de Análisis, Planeamiento y Ejecución de Políticas (PAPI) se creó en 1991 gracias a una donación del Gobierno de los Estados Unidos de Norteamérica, a través de su Agencia para el Desarrollo Internacional, al Gobierno Peruano, representado por la Secretaría General de la Presidencia de la República.

El objetivo planteado y alcanzado es apoyar al Gobierno Peruano en su proceso de toma de decisiones en materia de política económica y social, con el fin de contribuir al logro de un crecimiento sostenido y con equidad.

Para lograr su objetivo, el Proyecto ha financiado y supervisado asistencias técnicas, capacitaciones y programas de difusión solicitados por las diversas entidades del Sector Público.

El Proyecto PAPI ha funcionado gracias a la participación de las siguientes autoridades y funcionarios:

- Secretaría General de la Presidencia de la República:
Mariela Guerinoni (Secretaria General).
- USAID:
George Wachtenheim (Director)
Jerre Manarolla (Oficial del Proyecto)
Ena Garland (Coordinadora)
- Unidad Técnica del Proyecto PAPI
Clara Ogata de Kanamori (Jefe)
- Oficina del Contratista Institucional
Shane Hunt (Jefe)
Jorge Vega (Sub-jefe)

- 1 -

El presente estudio forma parte de una serie de 64 asistencias técnicas y 141 eventos de capacitación y difusión, desarrollados durante la vigencia del Proyecto PAPI.

Las asistencias técnicas proporcionadas por nuestro Proyecto, en su gran mayoría, han contenido propuestas de política económica e información institucional que imposibilita su difusión.

No obstante, dado que consideramos que es importante que algo del material trabajado sea puesto a disposición de personas interesadas en los temas tratados, se decidió reproducir los informes que contienen información no confidencial, pero que pueden servir de base para futuros estudios.

Por último, al final del presente estudio, encontrará la relación de los estudios, capacitaciones y programas de difusión financiados por el Proyecto PAPI.

INDICE

PRESENTACION	4
CAPITULO I: DIAGNOSTICO Y ANALISIS DEL MERCADO DE VALORES PERUANO	
1. LOS INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE VALORES	10
2. IMPORTANCIA Y ROL DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES.	13
3. COMENTARIOS A LA LEY ORGANICA DE CONASEV, Y A LA LEY DE VALORES Y NORMAS ANEXAS RELATIVAS A INFORMACION.	19
CAPITULO II: LA CORRECCION MONETARIA O INDIZACION	
CAPITULO III: NUEVOS INSTRUMENTOS PARA EL MERCADO DE VALORES PERUANO	39
III. A. AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS (ADR).	39
III. B. EFECTOS DE COMERCIO O PAGARES DE EMPRESA	45
III. C. FONDOS DE INVERSION CERRADOS	48
III. D. TITULOS DE MEDIANO Y LARGO PLAZO DEL ESTADO	53
III. E. BONOS CONVERTIBLES EN ACCIONES	61
III. F. FUTUROS DE DIVISAS Y DE INDICE BURSATIL.	67
III. G. LETRAS Y MUTUOS HIPOTECARIOS ENDOSABLES.	83
III. H. SECURITIZACION DE CREDITOS HIPOTECARIOS	89
CAPITULO IV: CONTENIDO DE LA NORMATIVA A DICTAR.	
IV. A. DISPOSICIONES NORMATIVAS PARA ADR	95
IV. B. DISPOSICIONES NORMATIVAS SOBRE FONDOS DE INVERSION CERRADOS	100
IV. C. NORMATIVA RELATIVA A LA EMISION E INSCRIPCION DE TITULOS DE DEUDA	109

IV. D. DISPOSICIONES NORMATIVAS RELATIVAS A CONTRATOS DE FUTUROS Y CAMARA DE COMPENSACION:	122
IV. E. DISPOSICIONES NORMATIVAS RESPECTO DE MUTUOS HIPOTECARIOS ENDOSABLES	127
IV. F. DISPOSICIONES NORMATIVOS SOBRE SECURITIZACION DE ACTIVOS	135

PRESENTACION

Apenas asumió a fines de julio de 1990, el gobierno del Presidente Fujimori inició una activa modernización del sistema financiero peruano, casi única en Latinoamérica en lo que se refiere a la profundidad y rapidez de las numerosas reformas emprendidas. A casi cuatro años de iniciado el proceso, se pueden advertir ya los positivos efectos que ésta va teniendo sobre la economía peruana y los nuevos requerimientos que va imponiendo al mismo sistema financiero.

Los desarrollos llevados a cabo en tan corto tiempo son muchos y muy importantes; uno de los más esenciales, sin embargo, es la puesta en marcha del sistema de administración privado de los fondos de pensiones de capitalización individual. Para respaldar tal afirmación se podría hacer referencia a la experiencia más o menos reciente de tales fondos en algunos países de la región latinoamericana, donde esos inversionistas institucionales se han constituido en ejes del desarrollo del mercado de valores en particular y financiero en general. Pero tal referencia no es necesaria toda vez que en el Perú, apenas puesto en marcha el sistema privado de fondos de pensiones, también se ha constituido en el principal oferente de recursos financieros y principal demandante de instrumentos de inversión. En efecto, entre julio de 1993 en que se puso en marcha, y marzo de 1994, el sistema cuenta ya con ocho fondos, más de 8.000 trabajadores, 780.000 afiliados y administra una cartera de US \$ 76 millones.

Ahora bien: su condición de inversionistas institucionales prominentes impone a los fondos de pensiones requerimientos específicos respecto a la rentabilidad y dispersión de riesgo de su cartera de inversiones. Por ahora, el sistema de pensiones peruano ha privilegiado la solvencia y seguridad de sus inversiones, pero su rápido desarrollo hace urgente implementar en su mercado la disponibilidad de nuevos y variados instrumentos y modalidades de inversión, especialmente orientados a las necesidades tanto de los fondos de pensiones como de los demás inversionistas institucionales.

Esta materia es la que ha impulsado a la Comisión Nacional Supervisora de Valores del Perú a solicitar, por intermedio del Proyecto PAPI- Unidad Técnica AID-Sec. Gral. de la Presidencia, la asistencia de una misión internacional de dos economistas especializados, para abordar los aspectos financieros y normativos generales del desarrollo de nuevos instrumentos y modalidades de inversión en el mercado de valores del Perú.

La referida misión técnica se desarrolló en varias etapas:

a. una discusión de la proposición original del estudio, para adecuarlo a las necesidades y requerimientos precisos de las entidades a las que estaba destinado (CONASEV); la estructura final del estudio es la que se describe más abajo en esta misma sección.

b. una visita de uno de los consultores a la ciudad de Lima a comienzos de febrero de 1994, a fin de recoger observaciones e información que permitieran efectuar un diagnóstico del mercado de valores peruano; en el curso de esta visita el consultor desarrolló numerosas entrevistas y reuniones con las principales autoridades de

- Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, CONASEV;
- Bolsa de Valores de Lima e intermediarios de valores;
- Asociación de Bancos;
- Ministerio de Economía;
- Banco Central y otras reparticiones públicas relacionadas con el sector financiero.

c. redacción del informe entre ambos consultores, y discusión con sus contrapartes limeñas para afinar los detalles de su exposición y presentación.

d. visita de ambos consultores a Lima, los días 29 y 30 de abril de 1994, a fin de presentar el informe final del estudio, discutirlo con las autoridades de CONASEV y referirse a aspectos generales de su implementación.

El presente Informe, preparado por los consultores internacionales que lo suscriben, se ha elaborado bajo los términos de referencia del Proyecto "Nuevos instrumentos financieros para el mercado de valores peruano", cuyo patrocinio y auspicio corresponde, como se señaló, al Proyecto PAPI- Unidad Técnica AID-Sec. Gral. de la Presidencia de la República del Perú.

En base a tales términos, este informe se estructura de la siguiente forma:

Capítulo I: DIAGNOSTICO DEL MERCADO DE VALORES PERUANO:

1. Breve descripción y análisis de la situación actual del mercado de valores peruano: instrumentos que se emiten, comentarios generales.
2. Inversionistas institucionales: importancia y rol de los mismos, comentarios a la normativa peruana para fondos de inversión y para el sistema de fondos de pensiones, en cuanto a necesidades, contenidos y criterios.
3. Aspectos generales de algunos cuerpos legales y normativos relativos al mercado de valores.

Capítulo II: PROPOSICION DE DESARROLLOS PARA EL MERCADO DE VALORES PERUANO: LA INDIZACION O CORRECCION MONETARIA.

A la luz del diagnóstico anterior, el estudio recomendará varios desarrollos e innovaciones que podrían ponerse en marcha en el mercado de valores peruano; una de ellas, a la que se dedica todo este capítulo, es la indización o corrección monetaria, herramienta importante para el desarrollo de economías con tasas de inflación relativamente altas y fluctuantes. Para el tratamiento de este tema se harán breves referencias a las experiencias

de Brasil, Argentina y Chile. Por lo mismo, este capítulo será de carácter explicativo y no necesariamente novedoso, pero dará un marco de referencia a las recomendaciones que se hagan.

Capítulo III: PROPOSICION DE NUEVOS INSTRUMENTOS PARA EL MERCADO DE VALORES PERUANO.

Al igual que el anterior, este capítulo surge del diagnóstico hecho en el capítulo I, con especial atención a las necesidades de los fondos de pensiones del Perú. En consecuencia, este informe recomienda aquí los instrumentos y modalidades de inversión que podrían ponerse en marcha en dicho mercado.

Al recomendar los referidos desarrollos se ha tenido en cuenta una serie de consideraciones y criterios de oportunidad, prioridad y gradualidad aconsejables para los distintos desarrollos. En otras palabras, las recomendaciones siguen una secuencia lógica temporal y financiera, dado que en la opinión y experiencia profesional de los consultores algunos de los desarrollos propuestos son claramente necesarios para el logro de otros. El orden en que se tratan los instrumentos corresponde, pues, a la secuencia que se propone para su desarrollo.

Como es obvio, todas las propuestas incluídas en este informe son sugerencias de carácter técnico, por lo que pueden ser acogidas en su integridad o sólo parcialmente, de acuerdo a las prioridades y decisiones políticas que su destinatario, CONASEV, estime pertinentes.

Este capítulo analiza los siguientes desarrollos:

- III. A. American Depositary Receipts, ADR;
- III. B. Efectos de comercio o pagarés de empresas;
- III. C. Fondos de inversión cerrados;
- III. D. Títulos de mediano y largo plazo del Estado;
- III. E. Bonos convertibles en acciones;
- III. F. Futuros de monedas y de índice bursátil;
- III. G. Mutuos hipotecarios endosables;
- III. H. Securitización de créditos hipotecarios.

Capítulo IV: CONTENIDO DE LA NORMATIVA A DICTAR.

Luego de la proposición de desarrollos para el mercado peruano y la descripción de cada uno de ellos, el estudio incluirá recomendaciones acerca del contenido de las disposiciones normativas y reglamentarias que, a juicio de los consultores, el organismo fiscalizador podrá emitir para la operatoria y fiscalización de los referidos desarrollos.

El contenido específico de este capítulo lo constituyen, en consecuencia, las disposiciones que debería o podría incluir la normativa que se dicte respecto de los desarrollos propuestos en el capítulo III, con la sola excepción de los títulos del Estado (Banco Central y Tesorería de la República), por no caer éstos dentro de la fiscalización y ámbito de acción de CONASEV.

También hay que advertir que, si bien se recoge, como queda dicho, la secuencia de instrumentos del capítulo III, en el presente capítulo hay una estructura algo distinta por cuanto, por razones de orden y claridad, se decidió incluir en una sola sección todo lo relativo a títulos de deuda. En ella se hace una detallada referencia a todos los trámites y requisitos que debe cumplir la emisión de los citados títulos, con especial énfasis en los requerimientos de información al organismo fiscalizador, CONASEV, y al mercado en general. Se comienza por una exposición de lo anterior para los títulos corrientes de largo plazo, los bonos, como marco general normativo. Se sigue luego con disposiciones específicas para bonos convertibles en acciones, para finalizar con los requisitos para los bonos de corto plazo o efectos de comercio.

De ese modo, la sección de normativa sobre títulos de deuda podría entenderse como el eventual contenido de una norma general, sistemática y única sobre la emisión y colocación de bonos corrientes, bonos convertibles en acciones, y efectos de comercio; y las obligaciones de información en que incurren todos ellos.

Así, la estructura del capítulo IV es la siguiente:

Así, la estructura del capítulo IV es la siguiente:

- IV. A. Normativa sobre ADR;
- IV. B. Normativa sobre fondos de inversión cerrados;
- IV. C. Normativa relativa a la emisión e inscripción de títulos de deuda, y obligaciones de información (bonos corrientes, bonos convertibles en acciones, y efectos de comercio o pagarés de empresas);
- IV. D. Normas sobre futuros y Cámara de Compensación;
- IV. E. Normas sobre mutuos hipotecarios endosables;
- IV. F. Normas para la securitización de créditos hipotecarios.

En todo caso, la exposición del capítulo IV no será la de los reglamentos mismos, pues eso debe hacerse in situ y por técnicos de CONASEV (abogados y analistas financieros).

Al igual que las proposiciones relativas a desarrollo de instrumentos, los contenidos reglamentarios y normativos expuestos en este informe son recomendaciones o sugerencias de carácter técnico, que no son vinculantes u obligatorias para CONASEV u otras autoridades del sector financiero del Perú. Sin embargo, ellas representan las conclusiones de los consultores que, en algunos casos, son diferentes a lo que se había especificado en el Plan de Trabajo incluido en los Términos de Referencia de este proyecto. Un ejemplo de ello es la secuencia sugerida en el Capítulo III para el desarrollo de instrumentos.

CAPITULO I

DIAGNOSTICO Y ANALISIS
DEL MERCADO DE VALORES PERUANO

A continuación se analiza la situación actual del mercado de valores peruano en varios aspectos que los consultores han considerado relevantes, incluyendo de inmediato sus comentarios y recomendaciones al respecto. Los consultores observan que para hacer operativas ciertas sugerencias que se hacen en este informe se requieren cambios o reformas de normas y reglamentos; en consecuencia, dichos comentarios y recomendaciones apuntan precisamente a aquellas áreas o materias donde tales cambios serían más necesarios.

1. LOS INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE VALORES:

En este mercado se transan bonos de empresas bancarias y manufactureras, pagarés bancarios, letras hipotecarias (de muy reciente reglamentación), letras de empresas; bonos de sociedades de leasing, aceptaciones bancarias, contratos "forwards" bancarios; hay pagarés de empresas, de entre 30 y 180 días; letras en dólares, que explican alrededor de los dos tercios de las transacciones anuales por instrumento en la Bolsa de Valores de Lima. Se hacen pactos de retroventa y retrocompra u "operaciones de reportes", la totalidad de las cuales se efectúa en dólares. También hay certificados de suscripción preferente de acciones, pero no parecen transarse activamente. El plazo promedio de vencimiento de los instrumentos y operaciones financieras es de seis meses.

El financiamiento de las empresas peruanas viene, por una abrumadora mayoría, de crédito del sistema financiero y de leasing, y el restante (promedio en los últimos años) 4%, de deuda. Gran parte de los bonos del mercado primario son más bien de instituciones financieras. En 1992 y 1993 ha habido emisiones de acciones.

Se puede concluir de aquí, y del dinámico crecimiento que va experimentando el mercado de valores peruano, que en él hay gran potencial de introducción de instrumentos, en especial de

mediano y largo plazo, de los que se percibe una gran necesidad y urgencia, sobre todo si se analiza la composición de las carteras de los fondos de pensiones.

a) Las acciones:

Cabe señalar que en el Perú se emiten acciones participativas (sin derecho a voto) con la idea de proporcionar un instrumento adicional a los inversionistas institucionales, que no buscan el control de las empresas; y de permitir a la vez que el emisor financie su empresa sin perder el control de la misma. Pero en economía rara vez se da un instrumento que permita el logro simultáneo de dos distintos objetivos, o que tenga sólo beneficios y no costos, y esas acciones no son la excepción. Si el empresario quiere nuevos socios, tendrá que contar con la anuencia de éstos para su gestión.

Por otra parte, es bien cierto que los inversionistas institucionales no buscan el control de las empresas y por lo tanto no "necesitan" derecho a voto; pero la percepción que el mercado tenga de las acciones que no lo otorgan puede no ser muy positiva. ¿Por qué, aún sin buscar el control, querría un accionista asociarse a alguien que pueda disponer lo que estime conveniente en relación a políticas de endeudamiento, dividendos, inversiones, garantías, y otras, de su empresa? Las acciones de tal empresa están lejos de servir para "diversificar el riesgo" que puede correr un fondo de pensiones que invierta en ella. Esto puede explicar parte del desinterés que se ha dado en el mercado peruano por invertir en títulos accionarios, incluso por parte de inversionistas institucionales y aún con la urgencia que éstos tienen por nuevos instrumentos financieros.

Tanto es así que incluso con las relativas dificultades que aún se observan en este mercado para una mayor diversificación de carteras, los fondos de pensiones peruanos no han usado nada del margen legal en acciones, que es de 4% del fondo en acciones de capital y 4% en acciones del trabajo. Por cierto que esto puede

deberse también a otras razones ¹, pero es indiscutible que las ya expuestas son muy relevantes en esa decisión.

b) Los bonos de empresas:

Se observa que en el mercado peruano se han establecido exenciones del impuesto a la renta a los intereses de bonos de más de un año y a los bonos de leasing financiero. Los consultores no advierten la necesidad para ello, a la luz de las ya referidas urgencias de inversión de los fondos de pensiones, fondos mutuos y, es de suponer, las compañías de seguros, que también son inversionistas institucionales importantes y orientados al largo plazo.

En otras palabras, no habría necesidad de establecer un subsidio implícito, como son las citadas exenciones, toda vez que el incentivo para la emisión de tales títulos tendría que provenir de la activa demanda de los mismos por parte de los inversionistas institucionales. Por otra parte, las exenciones tributarias (que no son recomendables) a determinados instrumentos no hacen más que introducir distorsiones en el sistema y discriminaciones respecto de otros instrumentos y modalidades de ahorro e inversión que no gozan del mismo privilegio. De hecho, en el Perú los intereses de bonos que no sean de más de un año están gravados con tasas del 37% y 30%, según se trate de rentas a personas naturales o jurídicas, respectivamente. Esto seguramente ha desalentado grandemente tales emisiones.

c) Los títulos del Estado:

En el Perú hay, como queda dicho más arriba, colocación (todavía incipiente) de títulos del Banco Central tanto para fines de regulación monetaria como de financiamiento del déficit fiscal. Ahora bien: el costo del déficit fiscal ha sido alto para el Banco Central porque no ha recibido los correspondientes bonos del

¹. Por ejemplo, falta de información del emisor y/o falta de transparencia de los estados financieros (situación tributaria efectiva, accionistas mayoritarios, control y propiedad, políticas de dividendos, de inversión, de endeudamiento, etcétera).

Tesoro, sino que dicho déficit se financia con la colocación de papeles del propio Banco. Con ello el Banco tiene pasivos a tasas de interés más altas que las que devengan sus activos, lo que redundará en problemas de flujo de caja. Eso tiende a incentivar la colocación forzosa de bonos del Banco Central en los fondos de pensiones, para financiar al Banco (los fondos de pensiones tiene más de un 12% de su cartera invertido en títulos públicos).

2. IMPORTANCIA Y ROL DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES.

Dentro de las medidas tomadas últimamente en el Perú para modernizar el mercado de valores, se dictaron leyes que enmarcaron la creación de dos importantes tipos de inversionistas institucionales: los fondos de pensiones y los fondos de inversión, tanto abiertos como cerrados. Desde mucho antes operan también las compañías de seguros de vida.

Desde luego, la sola promulgación de las leyes que crearon los fondos de pensiones y los de inversión son una prueba fehaciente de que las autoridades peruanas tiene muy clara la importancia de los inversionistas institucionales; pero no estará demás hacer algunos comentarios al respecto, que den más sentido a los alcances que a continuación se harán a los mencionados cuerpos legales.

Dadas sus características particulares y el sólo tamaño que pueden alcanzar, es decir, el cuantioso volumen de los activos que administran, los inversionistas institucionales pueden hacer contribuciones decisivas a los mercados de valores modernos. Naturalmente, la mayor contribución de los inversionistas institucionales es que son fuentes grandes y confiables, de recursos de inversión. Representan, en consecuencia, una demanda constante y estable de títulos-valores, pueden proveer al mercado de liquidez y estabilidad.

Los recursos financieros no son, empero, la única contribución que los inversionistas institucionales pueden hacer. Otro aporte es el que se deriva de su necesidad de información oportuna, confiable y suficiente sobre las operaciones, las inversiones, y las políticas de endeudamiento y de distribución de dividendos, de

las empresas en las que invierten. Al requerir tal información los inversionistas institucionales incentivan la existencia de altos patrones de profesionalismo y de difusión, elaboración y revisión de la información, en especial de la relativa a los estados financieros de las empresas.

En suma, la contribución de los inversionistas institucionales al desarrollo de los mercados emergentes se puede sintetizar en las siguientes líneas:

- constituyen una fuente significativa y estable de recursos;
- representan una demanda estable de títulos-valores, y por tanto, incentivan el desarrollo de nuevos instrumentos de inversión y la concurrencia de nuevos partícipes al mercado (tales como clasificadores de riesgo, consejeros y consultores de inversión, analistas financieros, custodios de valores);
- incentivan una operatoria bursátil fluída, estable y menos volátil;
- tienen una visión de inversión de largo plazo;
- administran profesionalmente carteras de inversión colectiva;
- enfatizan la cautela de los derechos de los inversionistas y el control del uso de información confidencial.

Por todo lo dicho, es claro que las autoridades del mercado de valores peruano deberían velar especialmente por la operatoria y existencia de inversionistas institucionales capaces de proporcionar las ventajas descritas. Con miras a este cometido, resulta muy recomendable una revisión de la una revisión de la normativa actualmente vigente.

a) Comentarios al Reglamento de Inversión de fondos mutuos de inversión en valores y sus sociedades administradoras. Resolución Conasev n° 543-92-EF/94, 10.0 de 1992.

Se trata de un sólo un cuerpo legal para fondos de inversión abiertos y cerrados; la opinión de los consultores es que sería más conveniente separar en distintos cuerpos legales las disposiciones relativas a unos y otros, tal vez por la vía de hacer un reglamento separado para cada tipo de inversionista institucional. También se estima conveniente agrupar en las respectivas leyes las materias de orden general, y sus especificaciones, en el reglamento de la ley.

Eso tiene la ventaja de otorgar flexibilidad para eventuales cambios y reformas: en efecto, la reforma de una ley suele requerir la iniciativa legal de un poder del Estado, y sigue un trámite legislativo (y podría requerir quorum, si correspondiera); la reforma del reglamento, en cambio, puede adoptarla una autoridad administrativa (CONASEV, en este caso) sin los procedimientos mencionados.

A continuación se incluyen algunas sugerencias generales para la eventual preparación de reglamentos separados para fondos abiertos y cerrados. Otras bases más detalladas para la elaboración de un reglamento para fondos de inversión cerrados se especifican en la parte de contenidos legales de este informe.

1. La ley, como decíamos, debería contener materias de carácter general y permanente, como lo son las del Título VIII de la Ley de Valores, relativo a estos inversionistas; el reglamento, otras más incidentales o transitorias tales como, en este caso, los procedimientos de valoración de las cuotas y de las inversiones, los requisitos específicos de información a los partícipes y a las autoridades, plazos y modos de rescate de las cuotas, contenidos de determinados contratos, forma de determinar la remuneración de la administradora, etc.

En cuanto a las materias del cuerpo legal, es conveniente que éste lleve un orden que podríamos llamar histórico o secuencial de las mismas. Por ejemplo, es mejor que las disposiciones

relativas a la constitución de la sociedad administradora se incluyan en los primeros títulos de la ley, y no en los últimos, visto que dicha constitución es condición necesaria para la operatoria posterior del fondo.

2. El reglamento vigente especifica que las administradoras de fondos de inversión son de objeto exclusivo, pero autoriza a la vez a actuar como tales a las empresas bancarias y financieras y los agentes de bolsa. Aquí cabe señalar que el objeto exclusivo de las administradoras de fondos debe entenderse en su sentido más estricto, pues el ejercicio simultáneo de otras funciones financieras puede prestarse con alta probabilidad para conflictos de intereses muy serios pero muy difíciles de probar, fiscalizar y sancionar, amén de que contribuyen a minar la fé pública en administradores y fiscalizadores.

Más aún, al permitirse que haya empresas bancarias administrando fondos de inversión sólo por la vía de un departamento especializado, como prevé el reglamento (y no por la vía de una filial con su capital propio, por ejemplo), somete tal administración a la fiscalización tanto de la autoridad bancaria como a la de valores, con los muy previsibles conflictos o imprecisiones de atribuciones entre una y otra, cuando no a las posibles contradicciones entre ambas fiscalizaciones. Y lo anterior no es todo. Cabe recordar también que la actividad de administrar fondos de inversión introduce riesgos muy diferentes de los que tradicionalmente corren y se fiscalizan en la banca.

3. No parece conveniente definir los fondos abiertos como de capital variable y los cerrados como de capital fijo; verdad es que en el momento de la constitución eso es así, pero no lo es posteriormente, menos aún si se permite la emisión de cuotas nuevas a los fondos cerrados, como es el caso del reglamento que comentamos. Además, desde el punto de vista jurídico un fondo de inversión es un patrimonio y es mejor que siempre se le denomine así; en segundo lugar, contablemente también es más correcto hablar en este caso de "patrimonio" y no de "capital", por cuanto un fondo de inversión no lleva una contabilidad propia de una empresa manufacturera (con utilidades retenidas, por ejemplo, u otras cuentas separadas del capital, pero incluídas en el patrimonio).

4. En el capítulo III del reglamento se especifican las garantías que las sociedades administradoras deben constituir ante CONASEV como respaldo a sus actividades; los montos de tales garantías (entre 5% y 10%, según los casos, del patrimonio neto administrado) parecen demasiado altos, en especial en relación a la rentabilidad probable de la actividad de administrar patrimonios de inversión, dados los desarrollos actuales del mercado peruano.

El respaldo de dicha actividad debe provenir, en primer lugar, del capital exigido como porcentaje del patrimonio de cada fondo administrado; y luego, de la solvencia técnica de los administradores y de la fiscalización que se ejerza sobre su desempeño.

5. Además de la exigencia anterior, en el artículo 18° del Título IV de la Ley Orgánica de la CONASEV se dispone que ésta se financiará, entre otras contribuciones que cobrará a los participantes en el mercado de valores, con un 2% que cobrará a las empresas administradoras de fondos colectivos, sobre el monto que éstas recauden por cuotas. Esto no sólo es un monto muy alto en relación a lo que se cobra en el mismo artículo 18° a otras entidades del mercado, sino que dicho cobro es sobre la recaudación mensual, y no anual, como es en los otros casos. Creemos que este cobro es excesivo y que sin duda incide en desincentivar la constitución de tales sociedades, y por ende, en la indispensable existencia de inversionistas institucionales nacionales en el mercado peruano.

b) Comentarios al Decreto Ley n° 25897 de diciembre de 1992, que crea el sistema privado de administración de fondos de pensiones (SPP) (y a su complemento, la Resolución n° 042-93-EF/SAFP).

1. Los límites establecidos en la Ley (artículo 25) para fondos de pensiones son muy severos, en el sentido de que privilegian instrumentos públicos de bajo riesgo y, por consiguiente, de baja rentabilidad. En otras palabras, se privilegia la seguridad de las inversiones y no la rentabilidad que los fondos deben arrojar.

2. En efecto, la Ley, la Superintendencia y el Banco Central de Reserva establecen coeficientes de inversión para los fondos de

pensiones, que determinan los porcentajes máximos de la cartera que se pueden invertir en cada tipo de instrumento financiero o combinación de los mismos. Entre dichos límites están los siguientes: los fondos pueden invertir hasta un 40% de su cartera en valores emitidos por el Gobierno Central de la República, y un 25% adicional en títulos del Banco Central; es decir, los fondos podrían colocar hasta un 65% de sus valores en títulos del Estado.

Aquí cabe recomendar cautela en relación a un aspecto que toca al Banco Central: el evidente conflicto de intereses en que éste incurre al ser a la vez emisor de títulos susceptibles de colocación en los fondos de pensiones, y entidad que determina los márgenes de inversión en esos mismos instrumentos. En la actualidad esto se maximiza por el fuerte incentivo que experimenta el Banco Central del Perú para colocar títulos de deuda que le permitan financiar el déficit fiscal.

3. En cuanto a títulos privados, el límite para acciones es de 10%, el de bonos es 15%, que son muy bajos, como también lo es el relativo a acciones de primera emisión (4% del tamaño del fondo). Se hace necesario revisar estos límites a fin de aumentarlos, en detrimento del límite muy alto que hay para títulos del Estado (hasta 60%).

Especialmente en la primera fase de desarrollo de estos fondos, el aplicar porcentajes pequeños sobre un total todavía de reducido tamaño, genera un bajo monto absoluto de inversión, que desincentiva tal alternativa.

4. La práctica de los fiscalizadores es controlar el cumplimiento de esos y otros límites de los fondos de pensiones a finales de mes, en que ciertamente éstos se han ajustado precisamente para ese fin. Es aconsejable que el control se efectúe en forma relativamente permanente, y si eso no es posible, que se controle al menos (o además) a mitad de mes, en que los límites suelen estar excedidos.

5. La Ley establece que los fondos de pensiones pueden invertir hasta un 10% de sus recursos en certificados de suscripción preferente. En realidad no se advierte el objeto de tal disposi-

ción, ya que los derechos preferentes de suscripción de acciones sólo tienen validez por períodos muy cortos (usualmente treinta días) después del cual, por definición, no tienen valor.

6. En el artículo 27 de la Resolución n° 042-93-EF/SAFP se dispone la enajenación obligatoria de acciones no líquidas, o sin "presencia" bursátil, con criterios que parecen excesivamente severos. Es del caso comentar que todo ello no parece conveniente, porque se obliga al fondo a desprenderse de una acción justo en momentos en que no se está transando, lo que ciertamente lo va a perjudicar.

A todas luces, la disposición anterior no tiene otra intención que cautelar la correcta valoración del instrumento, lo que es esencial. Sin embargo, parece preferible hacerlo por la vía de fijar criterios que determinen la liquidez y presencia bursátil de una acción antes de que la adquiera el fondo, no cuando ya la tenga en cartera. Si a pesar de todo la acción pierde liquidez y presencia, el eventual plazo de enajenación debería ser más largo a fin de que el fondo la enajene cuando estime que puede hacerlo sin provocar una pérdida que perjudique a los aportantes.

3. COMENTARIOS GENERALES A LA LEY ORGANICA DE CONASEV, Y A LA LEY DE VALORES Y NORMAS ANEXAS RELATIVAS A INFORMACION.

a. Ley Orgánica de CONASEV:

La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, CONASEV, es una entidad promotora, fiscalizadora y reguladora de una amplísima gama de sociedades; la Ley Orgánica no menciona explícitamente a las bolsas, corredores y otros intermediarios, si bien éstos también están supervisados por ella. Entre las entidades fiscalizadas figuran sociedades emisoras y no emisoras de instrumentos de oferta pública, cooperativas, y muchas otras.

Verdad es que con esto CONASEV tiene una base de datos financieros, legales y contables de un universo de más de cuatro mil quinientas sociedades; pero es factible que el costo de este

mantener este cometido no justifique los beneficios que se podrían derivar de ello. En primer lugar, hay o podría haber otras entidades públicas dedicadas, exclusivamente o no, a una función similar, a saber, el Servicio Nacional de Impuestos o el Instituto Nacional de Estadísticas. Lo que importa, empero, no es tanto quién hace qué en este contexto sino **cuál es la función propia e intransferible de CONASEV.**

Dicha función o misión es **cautelar la fé o confianza pública en el mercado de valores.** En este mercado, donde lo que se transa no es un bien físico sino un intangible, esto es, promesas de pago futuras, la confianza es el activo más importante de todos. Si no hay confianza de que un agente recuperará su inversión, el sector financiero no funciona. Siendo así, se requiere un organismo público que garantice la transparencia de la información, que circula en él. Eso no quiere decir que el organismo fiscalizador haya de supervisar toda y cada una de las transacciones; eso no sólo denotaría cierta desconfianza al mecanismo de autoregulación que puede ejercer el mercado, sino que sobrecarga a dicho organismo de tareas que no necesariamente debe desempeñar. Para que el fiscalizador cumpla su cometido, lo que debe asegurar es la transparencia de las operaciones que comprometen la fé pública, no todas las sociedades y transacciones. No tiene objeto que una cooperativa rural o de viviendas, o una empresa familiar, estén sometidas a un poder público, aparte del costo que ello significa para los propios afectados (preparación de estados financieros, comunicación de hechos importantes, auditorías...).

Por ello, **sería recomendable que CONASEV restringiera su supervisión sólo a las sociedades emisoras de valores de oferta pública ("sociedades abiertas") y a todos quienes participan en ellas.** Con esto su ámbito de acción se reducirá y se hará más eficiente y ágil; eso es importante dada la fuerte motivación y sentido de misión que se observan claramente en CONASEV. Tales características podrían verse socavadas si la misión fuera superior a los medios materiales con que se cuenta para llevarla a cabo.

b. Ley de Valores:**1. Fondo de Garantía:**

Los montos que dispone el artículo 127^º para la constitución del Fondo de Garantía de la bolsa de valores (0.0003% mensual del monto diario transado por cada sociedad agente asociada) parece muy exiguo, sobre todo a la luz del rápido desarrollo que la bolsa va tomando y se espera que tome.

Con todo, hay que tener en cuenta que la Cámara de Compensación de la que la bolsa formará parte cuando transe futuros requerirá también un Fondo de Garantía, que no corresponde confundir con el anterior. La contribución de las sociedades corredoras al Fondo de la Cámara tendrá que ser definida en base al volumen de contratos registrados por el corredor ante ella.

2. Requisitos de capital a los intermediarios:

Las consideraciones anteriores llevan a aconsejar el aumento de los requisitos patrimoniales que la Ley impone (sub capítulo II del Título VI de la Ley de Valores; y modificación introducida por Ley n^º 26.172 de marzo de 1993) a los corredores y agentes de intermediación. En efecto, la fé pública del mercado de valores, a que aludíamos más arriba, no sólo se cautela con fiscalización, ni dicha cautela corresponde sólo al organismo estatal. También el sector privado tiene parte de responsabilidad en ello, y la de los intermediarios está en disponer de una base de capital suficiente para hacer frente a los riesgos que corren.

Se sigue de ello que la norma legal deberá fijar tales bases, diferenciando los correspondientes requisitos no sólo según el volumen y tipo de operaciones de cada uno, sino también de acuerdo a si transan sólo para su propia cartera y/o para las de terceros, que es más riesgosa. Cabe señalar aquí también que lo recomendable es que un agente transe sólo para sí ó sólo para terceros, pero no ambas cosas a la vez, puesto que en este último caso es más difícil separar riesgos y fiscalizar conflictos de intereses.

3. Presentación de la información financiera a CONASEV:

La memoria anual de las empresas fiscalizadas por CONASEV se debe presentar dentro de los veinte días calendario siguientes a su aprobación por la junta general de accionistas de la sociedad. El ideal es que sea anual, por ejemplo al 31 de diciembre cada año, o a otra fecha que se juzgue adecuada, pero única para todas las sociedades supervisadas.

Esto no sólo tendría ventajas administrativas evidentes (ordenamiento interno de la operatoria de CONASEV) sino que la información financiera disponible para las sociedades estaría toda a la misma fecha, es decir, sería comparable. Además está señalar la importancia de esa comparabilidad, sobre todo en el contexto de una economía que puede experimentar tasas de inflación fluctuantes y que no está indizada.

4. La emisión de bonos:

El Título IX de la Ley de Mercado Primario de Valores, relativo a la emisión de obligaciones, impone en su artículo 226 una condición bastante drástica a los emisores, a saber, que "no puede emitirse obligaciones sin garantía específica por encima del capital y recursos sociales según el último balance...". Nuevamente, es evidente que la intención del legislador es proteger con esta disposición los intereses de los obligacionistas o tenedores de bonos, pero ésa es una protección susceptible de introducir distorsiones. En efecto, tal disposición encarece directamente este endeudamiento, lo que lo perjudica en relación al financiamiento tradicional, que es el bancario.

Otro costo, no tanto privado como público, de lo anterior, es que no se apoya en el mecanismo propio del mercado, que es la información. En vez de la referida cláusula la Ley debería confiar mucho más ampliamente en la obligación del emisor de difundir información completa, veraz y oportuna sobre sí mismo y sus valores, y en la fiscalización que se haga de ello. Tal difusión de información tendría, por un lado, la ventaja de acelerar la profesionalización, tecnificación y profundidad del mercado, al incentivar a que en éste surjan entidades especializadas en la

elaboración e intermediación de información (analistas, consejeros y asesores financieros, clasificadores de riesgo). Y por otro lado, acercaría al mercado peruano a normas y patrones internacionales de información financiera y de procedimientos de mercado.

Respecto de bonos, permítasenos finalmente un comentario algo marginal pero de interés conceptual. Pareciera que la denominación que se suele usar en algunos documentos, de "instrumentos de mercado primario" se refiere a la vez a dos acepciones posibles del concepto, lo cual ocasiona gran confusión acerca de la naturaleza de la emisión. En los referidos documentos o informes el concepto "instrumento del mercado primario" abarca dos casos:

- instrumentos que no se han transado con anterioridad, o recién emitidos, que son los "de mercado primario" propiamente tales; y

- aquéllos que no habían registrado emisiones anteriores, aunque la emisión actual (la primera) se encuentre ya en circulación (mercado secundario)...? Muchas veces se indica una serie de bonos, por ejemplo, señalando que es "primera emisión", tal vez queriendo decir que es primera vez que su emisor lleva a cabo tal endeudamiento, y no que los bonos estén en manos de quien las suscribió a su emisión. Mejor y más claro es numerar las emisiones y denominarlas, cuando corresponda, "emisión n° 1". Aquí cabe distinguir que

- una emisión puede llevar el n°1, y no ser ya de primera emisión, sino haber cambiado de mano y estar en circulación en el mercado secundario;

- la emisión n° 1 puede estar vigente cuando se inscriba otra del mismo emisor e instrumento (emisión n°2), que puede haber sido recién suscrita o colocada (mercado primario) o estar ya en circulación (mercado secundario).

c) Comentarios generales a

- Resolución n° 446-92-EF/94.10.0-CONASEV, de 1992, que norma la información de "hechos de importancia" por parte de empresas emisoras de valores.

- Resolución CONASEV n° 359-93-EF/94.10.0, que reglamenta el uso indebido de la información proporcionada por empresas emisoras de valores.

- Resolución CONASEV n° 360-93-EF/94.10.0, que reglamenta la calidad y tipo de información que deben proporcionar las empresas emisoras de valores inscritos en el Registro Público de valores e intermediarios.

En seguida se incluye una serie de comentarios acerca de determinados aspectos de la información que se exige divulgar en el mercado de valores peruano. Tales comentarios tienen un énfasis más bien conceptual, a fin de esclarecer o precisar el sentido y alcance de las disposiciones más importantes en el ámbito de la información.

1. Llama la atención que la obligación de comunicar "hechos de importancia" esté circunscrita a las empresas emisoras de valores, sin alcanzar a otros concurrentes al mercado, tales como inversionistas institucionales e intermediarios. La mayoría de los elementos que conforman los "hechos de importancia" para los emisores son aplicables a los demás concurrentes mencionados, amén de los que les puedan ser propios y que no son menos importantes, como por ejemplo

- transacciones con valores en cartera de un fondo de pensiones o de inversión, que hagan las personas relacionadas a él;

- directorios de una empresa en que podría figurar un corredor de bolsa, que intermedia valores de la misma empresa;

- sanciones a que haya sido sometido un corredor por parte

de la bolsa de la que es miembro;

2. Al circunscribir la obligación de información sólo a las empresas emisoras queda fuera todo un rango de posibilidades muy ciertas de uso de información confidencial, cual es el que pueden hacer, por un lado, los inversionistas institucionales y sus personas relacionadas, y por otro, los intermediarios. Parte muy esencial de esto se refleja en una serie de conflictos de interés que se producen por el uso indebido de información confidencial².

Por otra parte, conviene delimitar un tanto qué se entiende por "hechos de importancia". Además de los enumerados en el texto normativo, se entiende algo implícitamente que esos son "todos aquellos eventos que ejercen algún grado de influencia sobre el inversionista, modificando su decisión de invertir o no en el valor". Esa es una definición que, tomada al pié de la letra, incluiría también el rumor público; como es muy sabido, el inversionista promedio suele dejarse llevar a menudo por hechos y noticias descabelladas o sin base racional. No debe dársele cabido a tal tipo de "información" entre las acepciones implícitas de "hecho de importancia", porque el hacerlo no puede tener otro efecto que el de inundar a CONASEV de información de toda especie, por el temor de los emisores de dejar algo fuera.

3. Se sugiere, en consecuencia, delimitar ante la comprensión del mercado el "hecho de importancia" a aquella información comprobada y comprobable, ojalá de naturaleza financiera, jurídica o contable, que objetiva (o al menos probablemente) sea susceptible de alterar el precio de un instrumento financiero.

Esto es importante también a la luz de que, desde que está vigente en el Perú el concepto de "hecho reservado", no se ha informado de ninguno a CONASEV. Sería prudente incentivar al fiscalización de tales comunicaciones, en vías de imbuir al mercado de la idea de que un mercado de valores es más eficiente cuanto más informado, y no a la inversa.

². Véase al respecto el capítulo IV de este Informe, sección IV.B. "Disposiciones normativas sobre fondos de inversión cerrados", sub sección "Conflictos de interés" (punto n° 24).

CAPITULO II

LA CORRECCION MONETARIA O INDIZACION

1. Consideraciones generales:

Una de las funciones propias del sector financiero es proporcionar los recursos para solventar proyectos de inversión y de consumo a diversos plazos; mejor dicho, en proveer tanto a los demandantes como a los oferentes de recursos financieros de los medios de satisfacer sus necesidades. Dichos medios serán de más largo plazo cuanto más desarrollado sea el mercado en cuestión.

Desde luego, la función de transformar plazos de oferta y demanda de valores financieros es riesgosa, muy particularmente en contextos de inflación, debido a la incertidumbre que ésta introduce respecto a los costos y rentabilidades de la gestión y operación financieras. Tal incertidumbre implica que ni los demandantes ni los oferentes de recursos de inversión pueden estimar cuánto deberán comprometer en ello, y a qué costo, ni en qué sentido serán las transferencias involuntarias de riqueza (subsidios implícitos) y las ineficiencias privadas y sociales que en esas circunstancias se producirán inevitablemente en el proceso de ahorro e inversión. Dichas ineficiencias se resumen o manifiestan en que, como la oferta de ahorro depende de la tasa de interés real y ésta puede llegar a ser negativa en casos de inflación, cuando la inflación es alta y variable, el ahorro cae.

La consecuencia de toda la situación anterior es, entre otras, que toda la economía funciona en el plazo cortísimo en que se puede o se cree prever la evolución de la tasa de cambio de los precios; así, los demandantes de recursos para inversión la restringen al mínimo y para proyectos riesgosos (los muy rentables), los que son muy difíciles de financiar, porque los oferentes privilegian la liquidez de su ahorro por sobre toda consideración de plazos que no sean inmediatos. Esta es la razón de por qué el desarrollo del mercado financiero encuentra en la inflación, esperada o no, constante o acelerada, su obstáculo más serio.

Dicho de otra manera, no puede haber a la vez mercado financiero desarrollado y eficiente, e inflación alta, y por eso se decía más arriba que cuanto más desarrollado tal mercado, de más largo plazo tienden a ser sus operaciones, su orientación y sus instrumentos. Por ello, no está demás enfatizar que la indización no es una alternativa para una moneda que cumple todas sus funciones (medio de pago, unidad de cuenta, depósito de valor, patrón de pagos diferidos). En otras palabras, no sustituye ni disimula la necesidad de políticas monetarias y fiscales antiinflacionarias.

Por cierto, para paliar la situación de incertidumbre que la inflación implica, los agentes económicos comienzan a introducir en sus contratos cláusulas o mecanismos destinados a mantener el poder adquisitivo o valor real de sus respectivos activos, visto que la función que al respecto cumple el dinero se ve socavada por la inflación. La introducción de tales cláusulas o mecanismos es lo que se conoce como "corrección monetaria" o "indización" (o "indexación", como se dice usando un anglicismo).

La palabra "indización" deriva de que, metodológicamente, lo que se hace es aplicar al valor nominal de un activo financiero u otro bien un índice de precios (el llamado "deflactor propio") que sustrae el efecto puramente monetario (inflacionario) del aumento de valor que aquél experimente. En virtud de la indización, el ahorro, el crédito u otras partidas financieras están sujetas a "reajuste", esto es, a un ajuste de su valor nominal a fin de compensar así la pérdida de valor adquisitivo causada por la inflación.

Dado que América Latina tiene una larga experiencia de inflación, varios de sus países, en especial Chile, México, Brasil y Argentina han emprendido la indización de activos financieros, o lo que es lo mismo, la "corrección monetaria" de valores nominales. En mayor o menor medida, la necesidad de tal ajuste metodológico se ha derivado, en general, de lo siguiente:

- las necesidades de financiamiento de la vivienda y del déficit fiscal, que por definición son de largo plazo, y muy

prioritarios en los países mencionados, como en otros de América Latina; y

- posteriormente, en especial para el caso chileno, y como ya se advierte en el Perú, los requerimientos en gran escala de los inversionistas institucionales, particularmente de los fondos de pensiones y las compañías de seguros, cuyo desarrollo está ligado al de aquéllos. Estas entidades requieren activos de largo plazo (que en una economía inflacionaria sólo existen cuando hay corrección monetaria) que les permitan calzar sus pasivos de largo plazo.

Naturalmente, una alternativa mucho más simple a la indización es, como se dió en Argentina, por ejemplo, la denominación de los títulos-valores en moneda extranjera; esto quedará más claro luego de una descripción de algunos casos de aplicación de indización o corrección monetaria en países de América Latina.

Sin embargo, desde ya se puede señalar que las alternativas no son equivalentes ni neutras, tanto desde el punto de vista del proceso ahorro-inversión, como en relación a la política cambiaria. Incluso manteniendo el tipo de cambio real constante (lo que es muy difícil) se genera un deterioro del poder de compra del activo indizado en dólares, ya que también hay inflación en los Estados Unidos. Baste pensar que con una inflación media anual de 4%, en veinte años el valor nominal de la moneda varía en 119%, es decir, en términos reales se desvaloriza en 46%.

2. El caso de Brasil:

Este país inició en 1964 una amplia reforma financiera con la promulgación de la Ley n° 4595 y la Ley n° 4728 de 1965, del Mercado de Valores. La primera creó el Consejo Monetario Nacional y el Banco Central del Brasil, organizando el sistema financiero brasileño bajo el modelo americano que restringe la banca comercial a determinadas operaciones que le son propias; la segunda reguló el mercado de valores y creó la Comisión Nacional de Valores Mobiliarios.

Estas reformas se vieron respaldadas con la legalización de la corrección monetaria, que incentivó el surgimiento de nuevos títulos (particularmente del Tesoro Público y del recientemente creado Banco Central) y la oferta y demanda de otros existentes.

El problema que se presentó, entre otros, al llevar a cabo la reforma financiera es que entre 1981 y 1993 la inflación brasileña creció cerca de noventa mil millones por ciento (lo que implica añadir doce ceros a la unidad monetaria). Esa es también una razón por la cual la indización no tuvo buenos resultados en Brasil. Con una aceleración inflacionaria de esa magnitud, la moneda (que en ese lapso cambió cinco veces de denominación) deja de representar las funciones que se le asignan (ser unidad de cuenta, depósito de valor y otras).

En Brasil se usaron cuatro distintos mecanismos de indización:

i) para el crédito privado (en contratos de compra de bienes durables), en que las cuotas de crédito estaban indizadas al precio del bien al que estaba ligado.

ii) para el sistema tributario: en este caso uno de los métodos usados, entre otros, fue corregir los ingresos tributarios por la base del impuesto, es decir, por el activo sobre el que se pagaban (por ejemplo, los de una empresa, a fin de que ésta no tributara sobre incrementos puramente monetarios del valor de tales activos).

iii) para salarios y tipo de cambio. La indización de salarios se emprendió muchas veces durante el período, con diferentes criterios (mantención del valor real del salario promedio; restitución del valor real máximo del salario, entre otros) que fueron siendo sucesivamente derrotados por la recurrente inflación. Parece interesante e ilustrativo el caso de la indización del tipo de cambio.

En este caso se instauró la regla conocida como "deslizamiento controlado", que consiste en devaluaciones pequeñas y frecuentes, dadas a conocer con anticipación por las autoridades monetarias. Para esto se usa la norma teórica del Enfoque Monetario del Balance de Pagos, según el cual el tipo

de cambio real, e , se calcula como el producto del tipo de cambio nominal, E , por un índice de precios internacional, P^* , dividido por un índice nacional, P :

$$e = \frac{E P^*}{P}$$

Obviamente, en lo empírico esta fórmula presenta la dificultad de definir qué variables (cuál tipo de cambio, cuál índice de precios nacional e internacional) se usarán. El gobierno de Brasil tuvo que abandonar este método toda vez que la moneda nacional hubo de ser devaluada notoriamente respecto del dólar, lo que aconteció varias veces durante los doce años del período que estamos considerando.

iv) para determinados activos financieros, particularmente los emitidos por el Tesoro Nacional. Desde mediados de la década de los 60 se establecieron en Brasil varios tipos de obligaciones reajustables del Tesoro, del Banco Central y del sistema habitacional; pero nuevamente, al igual que en los casos ya mencionados, durante la vigencia de ellos el gobierno se vió obligado en varias oportunidades a cambiar el índice, o su método de cálculo, que se usaba para la corrección monetaria de aquéllos. Preciso es reconocer que hubo oportunidades en que el uso y elección de diversos índices fué discrecional o parcial por parte de la autoridad; ello lleva a afirmar que la indización se usó en Brasil más como instrumento de política monetaria que como herramienta metodológica de medición y corrección de valores nominales.

Aún así, tales instrumentos, en especial las Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional (ORTN), fueron usados profusamente como índice para diversos contratos privados, y durante largos períodos, hasta que quedaban atrasados en la medición de la acelerada inflación del país. Cabe señalar que, a diferencia de otros países latinoamericanos, la economía y el sector financiero brasileños no se han dolarizado, esto es, la moneda americana no ha sido unidad de cuenta implícita o explícita en Brasil, porque eso estaba expresamente prohibido.

También hay que señalar que, en cuanto a los instrumentos diseñados para financiar el sistema habitacional, la libreta de ahorro resultó ser eficiente durante un período para incentivar el ahorro privado, pero perdió tal condición cuando el índice por el cual se le reajustaba fué quedando a la zaga de la inflación efectiva del país, por lo que su saldo, reajuste e intereses fueron cayendo en términos de poder adquisitivo.

La experiencia brasileña en materia de corrección monetaria no ha sido feliz, y no por el instrumento en sí sino por las circunstancias fuera de lo corriente que al respecto se han dado en Brasil: desde 1981, esa economía ha tenido once índices oficiales para medir la inflación, algunas veces más de uno simultáneamente, amén de varios que calculaban entidades privadas, como el de la Fundación Getulio Vargas. Más aún, la política salarial y la cambiaria fueron modificadas, en promedio, más de una vez al año cada una durante todo el período en referencia, que abarca doce años.

Así las cosas, si bien se reconoce en Brasil que parte importante del desarrollo financiero alcanzado se debió a la introducción de medidas de corrección monetaria, hoy en día se levantan en ese país voces pidiendo la eliminación de la misma para los instrumentos financieros, como medio de contribuir a disminuir la inflación. Sin embargo, el gobierno del Presidente Itamar Franco ha anunciado recientemente la implementación de un nuevo plan de indización para la economía.

3. El caso argentino:

Argentina tiene una larga historia respecto de la corrección monetaria, puesto que ésta empezó allá a fines de la década de los 50, con un instrumento de la empresa estatal Yacimientos Petrolíferos Fiscales. Pero se hizo más amplia a mediados de la década siguiente, en que hubo otros títulos corregidos por un índice y también por el valor del dólar. Argentina tiene también, pues, una larga y amplia historia de indización al dólar.

Al igual que en Brasil, la corrección monetaria en Argentina partió con títulos públicos, que han sido variadísimos en tipos, plazos, intereses y formas de reajustabilidad o indización, todo ello estrechamente ligado a los déficits del presupuesto público para cuyo financiamiento se emitían. Desde fines de la década del 60, que es el período que estamos considerando en este caso, Argentina emitió una considerable deuda externa (la cual se expresa, naturalmente, en una moneda extranjera, usualmente dólares). Cuando el gobierno colocó esos mismos títulos dentro del país, pasaron a ser valores nacionales indizados por la variación de dicha moneda. Así, se puede decir que Argentina fue una economía indizada parcialmente hasta la década de los 80; desde comienzos de los 90 está totalmente indizada al dólar.

La indización de la moneda nacional al dólar en vez de a algún índice de precios domésticos tiene, como todo, ventajas e inconvenientes (estos últimos, más desde el punto de vista macroeconómico de Balance de Pagos, que estrictamente financieros). Por cierto, la corrección monetaria por el valor del dólar es metodológicamente más sencilla, barata y directa que por un índice de precios, y hace que activos financieros externos y domésticos sean total e instantáneamente sustitutos entre sí. Pero también implica ignorar la inflación, aunque baja y relativamente constante, de esta divisa; es decir, es una corrección insuficiente, y además, generalmente parcial (sólo para algunos precios), lo que probablemente introduce tantos problemas como los que soluciona.

En el caso argentino, la corrección monetaria por medio del dólar se complicó porque el público asociaba los resultados del método a los de la política monetaria y cambiaria de cada gobierno; ésta, en consecuencia, se vió sometida a restricciones ajenas a dichas políticas: por una lado, por pasar a ser extremadamente sensible a cualquier shock externo, y por otro, porque al alterar el valor de la divisa en cualquier dirección produce cambios bruscos e impredecibles de riqueza entre los agentes económicos, con las consecuentes protestas de los afectados, lo que efectivamente sucedió en Argentina hacia fines de la década pasada.

Eso se acentuó, porque por entonces el gobierno argentino decidió cubrir la deuda pública con nuevo endeudamiento, con lo

cual se generalizó la indización para los títulos públicos. Más estrictamente, se generalizó la indización pero no el índice para llevarla a cabo: muchos de los papeles se reajustaban por el dólar cotizado en moneda nacional; pero había otros que se reajustaban con la unidad del cuenta que se hubiera establecido para el sistema de ahorro para la vivienda (corrección monetaria del crédito habitacional), o por la variación de índices de precios parciales (salarios de una gran empresa pública, el oro, índices de precios mayoristas sectoriales).

La experiencia argentina fué que, a pesar de todo y como quiera que sean, los títulos indizados acaparan la demanda hasta que los títulos nominales dejan de existir. Con tasas de interés negativas y algunos títulos indizados, como sucedió en ese país, la demanda de crédito (cuya oferta, como siempre en tal situación, estuvo controlada) tuvo por objeto durante un tiempo financiar la compra de activos indizados. Lo anterior, dicho sea de paso, es un muy buen ejemplo de que la inflación provoca distorsiones en la asignación de recursos, lo que genera resultados que no son los socialmente más deseables.

4. La experiencia chilena:

En forma similar a los casos de Brasil y Argentina, la corrección monetaria debutó en Chile hacia los años 60, en instrumentos de financiamiento para la vivienda. La diferencia con el caso brasileño es que se dió mucho antes de la liberalización financiera, que Chile vendría a vivir recién a mediados de la década siguiente.

En 1967 se creó la llamada Unidad de Fomento (UF), unidad de cuenta vinculada a la variación del Índice de Precios al Consumidor, que se usa desde entonces en el país, a lo que hoy en día están indizados todos los precios de la economía, después de una incorporación gradual a lo largo del período. En todo caso hay partidas (por ejemplo, las tributarias), que se reajustan por su propio índice. La única diferencia es que su variación se produce una vez al mes y no diariamente. Es decir, en treinta días la Unidad Tributaria Reajustable varía exactamente en el mismo porcentaje que la UF.

La fórmula para el cálculo de la UF es la siguiente:

$$T = ((1 + V_m/100)^{1/n} - 1) * 100$$

donde

- T = tasa de reajuste de la UF
 V_m = variación porcentual del IPC (Índice de Precios al Consumidor) del mes anterior
 n = número de días del período para el cual se calcula

Calculemos, por ejemplo, la U.F. del período comprendido entre el 10 de marzo de 1994 y el 9 de abril de 1994. Entonces,

$$\begin{aligned} V_m &= 0,3 && \text{(variación IPC de febrero de 1994)} \\ n &= 31 \\ UF &= 10.754,00 && \text{(al 9 marzo de 1994)} \end{aligned}$$

Llevando dichos valores a la fórmula se tiene que:

$$T = ((1 + 0,3/100)^{1/31} - 1) * 100$$

$$T = 0,00966$$

Luego, la U.F. del día 10 es: $10.754,00 * (1 + 0,000966) = 10.755,03884 = 10.755,04$.

La U.F. del día 11 es: $10.755,04 * 1,000966 = 10.756,07894 = 10.756,08$. Y así se prosigue sucesivamente. En la práctica, es este ejemplo la UF varía diariamente en 1,04 pesos.

Se puede notar que con tasas de variación mensual del IPC fluctuantes, se genera un problema por el rezago de un mes que tiene la UF. Por ello, entre otras causas, se ha propuesto usar un IPC desestacionalizado; este último es un índice metodológicamente depurado de sus variaciones estacionales o periódicas.

El cálculo y uso de la UF no se han interrumpido nunca en Chile desde su fecha de creación, a pesar de que ha habido en numerosas oportunidades enormes presiones políticas para suspenderla, o al menos aplicarla con excepciones, cosa a la que ningún gobierno ha consentido. Esta es, sin duda, la razón del buen resultado que la indización ha tenido en Chile, al menos en términos de que el país entero piensa en términos reales, lo que tiende a minimizar las transferencias indeseadas de riquezas. Al respecto cabe enfatizar que se ha dicho "minimizar" y no "eliminar" dichas transferencias, porque la UF, y por ende todos los contratos, están ligados a la evolución pasada de la inflación y no a la futura, que sería lo correcto. Esto último se está tratando de llevar a la práctica desde hace algún tiempo, en algunos contratos laborales.

Preciso es reconocer que, si bien la economía chilena nunca se ha dolarizado ni eso se ha prohibido expresamente, el uso generalizado de la UF se ha dado junto con algún uso de la indización por la vía del dólar. Esta alternativa, que se originó con la apertura externa de la economía chilena hacia fines de la década de los 70, se usa para dar una idea del valor real de grandes magnitudes (por ejemplo, las cifras de determinadas carteras de inversión) o para comparar cifras en períodos muy largos (por ejemplo, el patrimonio bursátil de 1945 con el de hoy); esto último implica, claro, ignorar el efecto que en las magnitudes "reales" así calculadas introducen las variaciones del tipo de cambio que se emplea en las conversiones de la moneda interna a la internacional.

Un gran paso hacia la generalización de la indización, particularmente de instrumentos financieros, se dió en los primeros años de la década de los 80, cuando el Banco Central de Chile empezó a emitir títulos reajustables (sin dejar, empero, de emitir no reajustables) para paliar el déficit fiscal originado en la crisis financiera de 1982 y la privatización del sistema de pensiones. Los nuevos fondos de pensiones privados, dicho sea de paso, se constituyeron de inmediato en grandes demandantes de los papeles del Banco Central, en buena medida por imperativo legal. El activo mercado primario y secundario de instrumentos indizados (los no reajustables han ido perdiendo importancia relativa) se vió muy

favorecido por la liberalización financiera emprendida a mediados de la década de los 70 y profundizada luego en los años 80.

La indización generalizada que hay en Chile, tanto de instrumentos financieros como de partidas contables, se traduce en que la cuenta denominada "corrección monetaria" constituye un ítem especialmente definido e incluido en todos los estados financieros públicos y privados. Es obligatoria la presentación de información corregida línea a línea, como también mostrar dos períodos, "trayendo" los valores del año anterior al actual.

5. Conclusiones y recomendaciones sobre indización:

El breve recuento de las experiencias latinoamericanas permite concluir que el interés por introducir o generalizar la corrección monetaria en una economía con inflación se origina, por un lado, en la necesidad de proveer al Tesoro Público, o al Estado en general (Banco Central de la Reserva, empresas públicas) de medios de financiamiento de mediano y largo plazo; y por otro, en la preocupación por impedir la caída del ahorro financiero que la inflación implica. Además, con tasas inflacionarias altas y variables, conocer ex-ante la tasa de interés real mejora la asignación de recursos a las inversiones.

No es de extrañar, entonces, que todas las experiencias de indización se inicien por los títulos públicos más que los privados; y que en la mayoría de los casos se observe un repunte, a veces muy notorio, como fué en el caso de Chile y Argentina, de los recursos de ahorro canalizados por la vía de activos indizados. Lo fundamental es que éstos mantienen su valor real constante al estar deflactados por algún índice (el de precios al consumidor, o a mayoristas, o al del PGB, u otro más o menos "propio").

Pero hay que señalar también que no es correcto atribuir dicho incremento de recursos únicamente a la indización; preciso es advertir que el repunte del ahorro y, a veces, el éxito en colocar papeles del Estado siempre se dió simultáneamente con la "liberalización" financiera que hubo en mayor o menor grado en los países aquí estudiados, y con activas políticas conducentes a la modera-

ción, al menos temporal, de la inflación. Por las razones mencionadas, es muy difícil discernir en qué medidas tales logros se deben a la corrección monetaria ó a la liberalización financiera y a las políticas antiinflacionarias. En rigor, lo correcto es entender que la indización es una medida complementaria a las otras dos, que dan el marco general para la implementación de tal herramienta.

Las experiencias latinoamericanas revisadas aquí llevan también a otras conclusiones, que se pueden establecer como recomendaciones al momento de instaurar la corrección monetarias en una economía. Para sus mejores resultados, es conveniente

- que la indización sea decretada por el gobierno, y generalizada a tantos bienes y servicios como sea posible: al considerar la indización hay que tener presente que los demandantes de recursos de inversión, o deudores, son más reticentes que los oferentes, o acreedores, a la indización de los valores, porque al haber inflación servirán una deuda cuyo valor real es menor que el originalmente pactado. Eso, para no mencionar que rara vez se pondrán de acuerdo sobre cuál es el índice apropiado a aplicar. Por todo eso es indudable que, para que la indización tenga éxito, tiene que ser decretada por la autoridad pública y no ser dejada a la iniciativa de los agentes del mercado. Eso no es difícil, visto que en general la indización de instrumentos financieros comienza por la de los títulos que emite el Estado (la Tesorería) para financiar el déficit público a más largo plazo que lo que permitirían instrumentos de valor nominal constante.

- que la indización sea relativamente generalizada (a todos los bienes y servicios; a todos los tipos de crédito): de no ser así, las distorsiones que se originen por la sustitución entre valores o bienes indizados y nominales podrían tener un costo social más alto que el de usar sólo valores nominales.

- que el índice a cuya evolución se ligen los valores nominales sea único, confiable, estable y verosímil, y mantenido a todo evento para que no pierda esas cualidades.

- que la corrección de activos y pasivos que haya que calzar entre sí debe hacerse con el mismo índice de precios para unos y otros, y simultáneamente. De otro modo terminarán por no calzar ni plazos ni montos de ambas partidas, y la deuda real no se habrá pagado por completo al término del período contratado.

La importancia de lo anterior ayuda a comprender por qué la indización no la hace el sector privado, es decir, por qué no son las instituciones financieras las que parten emitiendo deuda indizada. La razón está en que, en mercados donde no se usa la corrección monetaria, no hay activos indizados que permitan a tales entidades calzar acreencias y obligaciones. Las empresas, por su parte, no pueden o no quieren correr el riesgo de no poder pagar sus obligaciones indizadas si el precio de su producto no está afecto a corrección monetaria, y por el mismo índice que sus obligaciones.

CAPITULO III

NUEVOS INSTRUMENTOS PARA
EL MERCADO DE VALORES PERUANO

III. A. AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS (ADR)

El ADR es un instrumento financiero, un certificado de depósito que se emite en los Estados Unidos sobre acciones, bonos y cualquier otro instrumento financiero extranjero, y se transa en el mercado americano. Es una alternativa a la emisión directa de acciones por parte de una empresa extranjera en los Estados Unidos.

Los ADR tienen los derechos de las acciones corrientes, y por contrato se puede delimitar la capacidad o derecho a voto de los inversionistas.

1. Características de los ADR;

(a) El ADR es un certificado negociable emitido por un banco comercial norteamericano, denominado "depositario", que acredita la existencia de "American Depositary Shares" (ADS) las que representan, a su vez, las acciones (también pueden representar bonos) de la empresas extranjera. El depositario mantiene los títulos en su poder o depositados en algún banco local, denominado "custodio".

(b) La oferta y venta de ADR en los Estados Unidos requiere el registro ante la Securities and Exchange Commission (Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos, SEC) de las respectivas acciones, de los ADS y de los ADR. Los ADR se pueden registrar en la Bolsa de Valores de Nueva York o en otra bolsa americana. En caso el no registrarse las acciones, se transarán en el mercado "over the counter" (informal), donde directamente se contactan vendedores y compradores, sin pasar por una bolsa.

(c) Los ADR se transan en el mercado norteamericano sin necesidad de hacer traspasos de las acciones que representan. Las transferencias de ADR se registran ante el depositario.

(d) El depositario repartirá los dividendos a los tenedores de ADR en la moneda pertinente, en este caso dólares.

(e) El titular o dueño de un ADR puede negociarlo directamente en el mercado norteamericano o canjearlo por los correspondientes títulos de las acciones. El canje implica el traspaso de las acciones a nombre de su nuevo dueño, quien queda por tanto habilitado para vender las acciones en el país de origen de éstas.

(f) La conversión de un ADR por las acciones y la venta de éstas en el mercado de origen se denomina "flowback". En Chile, la posibilidad de hacer operaciones "flowback" con acceso al mercado de divisas oficial (esto es, asegurando al adquirente de un ADR que, si opta por canjear su ADR y vender las acciones en el país, debería tener acceso al mercado de divisas para la remesa del valor de venta) es condición determinante y necesaria para posibilitar la venta de ADR en el mercado norteamericano.

En México, por ejemplo, con el objeto de evitar el impacto que sobre las reservas internacionales tienen estas salidas (entradas) de capital, se autoriza la adquisición de divisas en el mercado informal sobre una base de habitualidad, para fines tributarios. Esto implica que los inversionistas renuncian a un tipo de cambio oficial o preferencial.

(g) En el caso chileno, la colocación de ADR implica también la posibilidad de que un inversionista extranjero adquiriera directamente acciones en el país, para posteriormente, vía depositario, canjearlas por ADR transables en los Estados Unidos, operación denominada "inflow", que es la contraria al "flowback". El titular de los ADR emitidos para un "inflow" también accede a la liquidez en divisas en caso de venta de las acciones dentro del país.

2. Formas y modalidades de colocación:

a) Los ADR Patrocinados:

Los ADR aquí descritos son los denominados "sponsored" o patrocinados, que son de tres niveles:

Primer nivel: para su emisión se requieren al menos 3 años de balances y toda la información suministrada en los últimos 18 meses a la bolsa de valores local, previamente traducidos al inglés. El banco depositario ayuda a la empresa a presentar esta información a la SEC.

Segundo nivel: la empresa emisora debe registrarse en alguna de las bolsas de Nueva York (AMEX, NYSE, NASDAQ). Es probable que requieran modificar la contabilidad, como también cumplir con los requisitos de la bolsa en cuestión.

Tercer nivel: la empresa usa este sistema para captar capital y también para efectuar emisiones en forma directa en el mercado americano, lo cual requiere cumplir con todo lo exigido en ese mercado para la ocasión.

Lo más usual es comenzar por el nivel 1, que permite colocar acciones secundarias, es decir las ya existentes en el mercado local. En Chile, por ejemplo, sólo se autorizan, con algunas restricciones, para emisiones nuevas. Posteriormente la misma empresa verá si opera con los niveles siguientes. No hay que olvidar que la reputación generada y la información disponible en el mercado americano son el elemento clave en la decisión de mejorar la participación en este mercado.

Además de lo señalado, que rige para los ADR que se inscriben para su transacción en bolsas oficiales, hay al alcance de los emisores extranjeros una posibilidad de acceso a financiamiento en el mercado de los Estados Unidos. Dicho medio es una modificación legal puesta en vigencia en 1990, que se conoce como Norma 144-A.

b) Colocación de títulos vía Norma 144A:

La Norma 144A elimina restricciones impuestas a la transacción de títulos de colocación privada en cartera de inversionistas institucionales calificados (aquéllos con tenencias de al menos US \$ 100 millones en determinadas acciones y/o bonos); es decir, permite a estos inversionistas transar entre sí títulos de colocación privada sin pasar por la inscripción ante la SEC (Comisión de Valores de los Estados Unidos) y sin tener que mantenerlos en su poder durante dos o tres años. Se puede hacer colocación privada de todo tipo de títulos, tanto de deuda como de capital, incluso cuotas de fondos de inversión, instrumentos securitizados y otros representativos de financiamiento de proyectos, financiamiento de leasing y otros productos de la ingeniería financiera; se exceptúan, como es natural, los títulos inscritos en bolsas de valores o en el sistema de transacción electrónica NASDAQ, y los convertibles en éstos en un plazo de tres años.

Con todo, el no tener que someterse al registro de la SEC no implica que ésta no efectúe de todos modos una revisión a los emisores en el mercado privado; en éste, por lo demás, una negociación tiende a costar entre 5 y 10 puntos más que en el mercado de oferta pública. Por otra parte, la Norma 144A no elimina la información requerida cada vez que se revenden los títulos, en que el vendedor debe proporcionar al comprador documentación relativa a la situación financiera del emisor. Aún así, las nuevas disposiciones legales han ido paulatinamente atrayendo a algunos emisores de Estados Unidos que antes se veían incentivados a recurrir a mercados externos, y a emisores extranjeros interesados en captar financiamiento e inversionistas americanos.

¿Qué ventajas especiales ofrece la norma 144-A, si ya hay empresas extranjeras que han entrado al mercado norteamericano por la vía de los ADR? La principal ventaja es que el hecho de que se puedan colocar los papeles privadamente y transarlos sin someterlos al registro de la SEC, implica que el emisor extranjero no tiene que enfrentar el costo en tiempo y recursos ni las complicaciones de adaptar sus estados financieros a las pormenorizadas disposiciones de la SEC al respecto, así como tampoco

efectuar la difusión de información que ésta exige para los títulos de oferta pública.

3. Diferencias entre el uso de ADR y las colocaciones directas de los títulos:

- En el mercado americano las colocaciones de oferta pública son por más de US \$ 50 millones, por lo que los ADR son una alternativa para montos menores;
- Si bien los ADR se pueden emitir sobre cualquier instrumento, es más fácil hacerlo para acciones que para bonos, porque las primeras tienen un mercado más fluido.
- los ADR tienen todos los derechos de las acciones corrientes, pero se puede delimitar la capacidad de voto de los inversionistas, como se señaló, lo que puede ser ventajoso.

4. Beneficios de la emisión de ADR para las empresas.

- proporciona una alternativa de financiamiento (vía acciones o bonos);
- la diversificación global de la base de inversionistas, en especial de inversionistas institucionales americanos que, por su legislación, no podrían invertir en nuestros países;
- la creación de instrumentos denominados en dólares de los Estados Unidos;
- la promoción de la imagen y del compromiso de la empresa en los mercados de valores internacionales, con beneficios para sus exportaciones y/o colocación de instrumentos de deuda.
- podría incrementarse la liquidez de los valores, al transarse en dos mercados distintos;
- permite aumentar la inversión extranjera en el país, en especial vía colocaciones primarias;

- al inversionista extranjero le permiten diversificar su cartera sin el costo de salir de su país.

5. Costos o requisitos del sistema

- elaboración de información adicional para la SEC
- se complica, para el organismo fiscalizador del mercado de valores nacional, la fiscalización sobre la propiedad de las empresas
- podría estimarse necesario que el Banco Central o Banco de la Reserva establezca el régimen cambiario para la operación de remesas e ingreso de divisas producto de los ADR, y la política tributaria que afectará a los tenedores de estos títulos.
- el organismo fiscalizador de sociedades emisoras también tendrá que emitir alguna reglamentación al respecto.
- la virtual interconexión de los mercados en el mundo de hoy: un ejemplo de esto se observó en Chile con ocasión de la suspensión temporal (por problemas internos) de transacción bursátil de las acciones de una sociedad que también transa ADR en la Bolsa de Nueva York. Tan pronto como se decretó la medida se produjo una baja de su precio en dicha bolsa, y una caída algo más pronunciada en la bolsa santiaguina.

III. B. EFECTOS DE COMERCIO O PAGARES DE EMPRESA.

Los efectos de comercio, o papeles comerciales son las letras de cambio, pagarés y otros valores representativos de deuda de corto plazo. Habitualmente se definen a menos de un año; en general su plazo máximo de colocación es 360 días (si bien su plazo promedio es muy inferior) y su plazo mínimo es treinta días. En Chile, por ejemplo, tienen un "corte mínimo" (o valor mínimo de cada lámina emitida) equivalente a algo más de US \$ 45.000; son instrumentos endosables, no renovables, susceptibles de liquidación anticipada en el mercado secundario (bolsas de valores), en especial aquéllos que tengan más alto valor final. La tasa de interés que devengarán estos instrumentos la determina cada emisor, lo mismo que el monto de la emisión; su valor se reajusta automáticamente según la variación que experimente sus unidad de reajuste (dólares, unidad de fomento, otras). Se amortizan en una sola cuota, a su vencimiento.

Dado que su pago compromete la fé pública, la colocación de los efectos de comercio se hace por oferta pública; en consecuencia, puede emitir estos instrumentos cualquier sociedad anónima abierta o fiscalizada, que cumpla ciertos requisitos específicos de información. Por lo general tales sociedades no colocan los títulos directamente, sino que comisionan la operación a un intermediario especializado, tales como bancos comerciales, agentes de valores y bancos de inversión (entidades financieras especializadas en la colocación de títulos y actividades conexas, como valoración, garantías, asesorías, etc). Estos títulos de deuda comprometen el pago del capital invertido más los intereses correspondientes al período de la inversión; su tasa de interés tiene base treinta días, con tipo de interés simple, y la responsabilidad de pago es de la propia sociedad emisora, a menos que el intermediario avale expresamente los valores.

Para cubrir sus requerimientos financieros de corto plazo, las empresas recurrían tradicionalmente al crédito bancario, tanto nacional como extranjero; pero los efectos de comercio constituyen una ventajosa alternativa de endeudarse directamente con el público. Entre esas ventajas hay que mencionar las siguientes:

- suele ser un endeudamiento más barato que el bancario, que está sujeto a una serie de restricciones, calces y márgenes;
- el emisor puede establecer el plazo de su endeudamiento según sus requerimientos de fondos;
- la naturaleza impersonal del crédito vía tales pagarés hace innecesaria la renegociación o renovación del mismo. Eso redundaría, además, en que son muy líquidos en el mercado secundario;
- los efectos de comercio proveen al emisor de un crédito más cuantioso que el que en condiciones normales podría proporcionarle un banco.

Por cierto, desde el punto de vista de los bancos el crédito por la vía de los efectos de comercio se acelera la desintermediación bancaria, esto es, se sustituye una de las funciones propias de la banca, que es el financiamiento de corto plazo a las empresas. Por otra parte, los efectos de comercio o papeles comerciales tienden a sustituir también, en cierta medida, la emisión de títulos de deuda de largo plazo por parte de las empresas, o al menos a disminuirla. Pero aquí es preciso mencionar también un elemento muy frecuente en las economías, que discrimina a los efectos de comercio respecto del crédito bancario o del crédito de largo plazo por la vía de bonos: tal elemento es la tributación discriminatoria a que suelen estar afectos tales instrumentos en comparación con aquéllos. En otras palabras, **no se puede esperar que los efectos de comercio tengan un desarrollo amplio si están sujetos a impuestos que no afectan al crédito bancario o a la deuda por bonos.** Es usual que los efectos de comercio o pagarés de empresa estén afectos a impuestos a las ganancias de capital (al sobreprecio real en la venta), en tanto no se gravan también, por ejemplo, los intereses del crédito bancario o los ingresos provenientes de la tenencia de bonos de largo plazo.

Por ser de oferta pública estos valores, el emisor de los pagarés de empresa debe proporcionar al mercado información relevante acerca de su situación financiera, entre la cual la más

valiosa para un inversionista es la relativa a rentabilidad y riesgo del instrumento. La rentabilidad, naturalmente, está dada por la tasa de interés; el riesgo asociado a cada instrumento es algo más complejo y se deduce de un análisis de la situación financiera del emisor, para evaluar su capacidad de pago durante el período de vigencia del papel.

III. C. FONDOS DE INVERSION CERRADOS:

Tratándose de fondos de inversión es preciso recalcar en primer lugar que el fondo, esto es, la cartera de inversión, es una entidad distinta y separada de la sociedad administradora o sociedad gerente a cuyo cargo está el manejo del fondo, si bien el fondo mismo no tiene personalidad jurídica (es un patrimonio). En efecto, la sociedad, que suele ser de giro exclusivo, lleva su contabilidad en forma absolutamente separada de la del fondo, el que administra por cuenta y riesgo de los partícipes o aportantes de éste. Tanto el fondo como la sociedad administradora son objeto de supervisión por parte de la Comisión Nacional de Valores u organismo análogo supervisor del mercado de valores, con el fin de cautelar los intereses de los partícipes y la confianza del mercado financiero en general.

Todos los fondos de inversión emiten cuyas cuotas, o derechos de copropiedad o certificados de participación que representan la propiedad que cada partícipe posee de los recursos del fondo. Del mismo modo, todos los fondos de inversión, cualquiera sea su denominación, se pueden clasificar en uno de estos dos tipos:

- abiertos, cuyas cuotas se pueden rescatar o hacer líquidas prácticamente de inmediato, a sola solicitud ante la administradora; la duración del fondo es o puede ser indefinida. Habitualmente se denominan "fondos mutuos".

- cerrados, cuyas cuotas no son rescatables ante la administradora; en otras palabras, el partícipe o aportante mantiene su inversión en el fondo hasta el momento de la liquidación de éste, establecido en el momento de su constitución legal. Si el partícipe o aportante quiere deshacerse de su inversión, tiene que transar la cuota en una bolsa de valores. A estas entidades las llamaremos "fondos de inversión".

Entonces, la principal diferencia entre los fondos de inversión propiamente tales y los fondos mutuos corrientes es que los primeros son cerrados, esto es, sus cuotas no son rescatables ante el fondo mismo, sino transables en el mercado secundario.

Los fondos de inversión tienen el potencial de ser inversionistas institucionales grandes, muy flexibles, amén de constituir una alternativa de financiamiento de largo plazo a la inversión productiva. Uno de los principales objetivos de la creación de estas entidades es proporcionar al mercado, por un lado, un medio o vehículo de satisfacer la demanda de títulos valores de largo y mediano plazo para inversión: y por otro, incentivar la colocación de recursos, particularmente por parte de inversionistas institucionales, en títulos de mediano y largo plazo adecuados para el calce de sus obligaciones, así como un nuevo financiamiento para el sector empresarial de tamaño mediano. Además, para que las compañías de seguros y los fondos de pensiones inviertan en cuotas de fondos de inversión, se recomienda que éstas estén sometidas a clasificación de riesgo.

La administración de los fondos está encargada a sociedades administradoras (o gestoras o gerentes, según las denominan las diversas legislaciones latinoamericanas) de objeto exclusivo y con un capital mínimo que, para dar el ejemplo de la legislación chilena, es equivalente a US \$ 250.000. En general, las normativas para estos inversionistas estipulan que la sociedad es remunerada por los aportantes (su remuneración se descuenta del fondo); puede tratarse de sociedades filiales (es decir con patrimonio propio) de bancos comerciales constituidos en el país con tal objeto, para complementar el giro de los mismos. Tanto los fondos de inversión como sus sociedades administradoras deben estar sometidos a la fiscalización de la entidad que supervisa el mercado de valores, que además aprueba los reglamentos internos de operación y los textos tipo de los contratos de suscripción de cuotas.

Si bien la composición de carteras de los distintos tipos de fondos de inversión que puede haber se trata en el capítulo IV este informe (consideraciones normativas), es interesante referirse aquí en forma general a esos tipos de fondos.

La normativa puede definir muchos tipos de fondos, según la composición de sus carteras u objeto principal de su inversión. Por ejemplo, tres tipos de fondos podrían ser los siguientes: fondos mobiliarios; fondos de desarrollo empresarial, y fondos

inmobiliarios. La composición que los reglamentos pueden definir para cada uno de ellos se ejemplifica a continuación.

Fondos mobiliarios: son fondos especializados en inversión en títulos-valores, entre los cuales se pueden contar

- Títulos de la Tesorería y Banco Central o que cuenten con la total garantía de éstos hasta su extinción;
- Depósitos a plazo y otros títulos de instituciones financieras o garantizados por éstas;
- Letras de crédito emitidas por bancos y financieras;
- Bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas, inscritos en CONASEV;
- Acciones de sociedades anónimas abiertas; naturalmente, hay que definir un porcentaje de dichas acciones que los fondos mobiliarios pueden adquirir de una misma sociedad. Del mismo modo, el conjunto de inversiones en valores emitidos o garantizados por un mismo emisor (bonos, acciones, otros) no podrá exceder un porcentaje prudente del activo total de dicho emisor.
- Cuotas de fondos mutuos;
- Otros valores de oferta pública autorizados por CONASEV.

Fondos de desarrollo empresarial: estos interesantes vehículos de inversión tienen por objeto proporcionar financiamiento a empresas pequeñas o nacientes. Esas empresas, por no tener una larga historia financiera, no son conocidas en el mercado, o no pueden hacer frente a los costos de colocaciones típicas o de difusión de la información e inscripción que requieren las bolsas de valores y el organismo fiscalizador. En consecuencia, estos fondos de desarrollo empresarial se inspiran indirectamente en la idea del "capital de riesgo" que hay en el mercado americano.

En ese mercado, el "capital de riesgo" es aportado a empresas como las mencionadas, por inversionistas muy especializados que

además participan directamente en la gestión de la empresa naciente, generalmente las de tecnología de punta (electrónica, bioquímica, programación de computadores). Los fondos de desarrollo empresarial no participan directa ni indirectamente en la gestión de las empresa, porque ésa no es su función, pero sí contribuyen a su financiamiento.

Tales fondos, entonces, tienen por objeto principal invertir en títulos no registrados ante CONASEV, y que sean para financiar nuevos proyectos empresariales o la ampliación de los existentes (que no sean inmobiliarios, porque éstos corresponden a otro tipo de fondo especializado). En consecuencia, estos fondos de desarrollo empresarial se inspiran indirectamente en la idea del "capital de riesgo" que hay en el mercado americano.

En ese mercado, el "capital de riesgo" es aportado a empresas como las mencionadas, por inversionistas muy especializados que además participan directamente en la gestión de las mismas (generalmente las de tecnología "de punta": electrónica, bioquímica, programación de computadores). Los fondos de desarrollo empresarial no participan directa ni indirectamente en la gestión de las empresas, porque ésa no es su función, pero sí contribuyen a su financiamiento y apoyo.

Así pues, además de los títulos ya mencionados para el caso de los fondos de inversión mobiliaria, los Fondos de Desarrollo Empresarial invierten también en acciones y/o bonos de las empresas nacientes o pequeñas (que pueden ser cerrada o no inscritas).

Fondos inmobiliarios: además de los instrumentos en que pueden invertir los fondos mobiliarios, los fondos inmobiliarios invertirán mayoritariamente sus recursos en

- bienes raíces urbanos, cuya naturaleza, ubicación, fines y demás características deberá definirse por reglamento;

- y en títulos-valores vinculados a los bienes raíces, esto es, letras y mutuos hipotecarios endosables y acciones de sociedades anónimas inmobiliarias. Por cierto, las características de éstas se definirán por norma o reglamento.

Por lo anterior, fácil es deducir el importante rol que los fondos inmobiliarios pueden cumplir en apoyar e incentivar el sector de la vivienda, de tanta significación social para todas las economías en desarrollo.

III. D. TÍTULOS DE MEDIANO Y LARGO PLAZO DEL ESTADO

El rol del Estado como emisor de títulos de inversión se puede analizar desde dos perspectivas: la de las empresas públicas productoras de bienes y servicios, y la del sector estatal propiamente tal, dentro del que se incluyen la Tesorería de la República, el Banco Central o Banco de la Reserva, y entidades centralizadas o autónomas, con o sin patrimonio propio, con o sin personalidad jurídica, que se engloban dentro de las instituciones públicas y semifiscales.

En su emisión de títulos, ya sea de capital o de deuda, las empresas públicas proceden igual que las privadas y en general están sujetas a las mismas normas y a la misma fiscalización. Tal vez la única diferencia es que tienen un respaldo implícito del Estado y, por lo tanto, son menos riesgosas que las empresas privadas. Eso, desde luego, incide en que tienen un costo de fondos algo menor que el de éstas. Dado que tanto las empresas públicas como las privadas emiten los mismos títulos de capital y de deuda, esta sección se dedicará al análisis de los títulos que emite el que hemos llamado el sector estatal propiamente tal. Naturalmente, la característica financiera más importante de dichos títulos es que son considerados "sin riesgo", porque el Estado no debería declararse en situación de insolvencia y no quiebra. Naturalmente, es necesario tener presente la relación inversa entre riesgo y rentabilidad, por lo cual los títulos públicos suelen tener tasas menores que los instrumentos privados de los mismos plazos.

Otra característica importante de los títulos del Estado, particularmente en mercados emergentes, es que suelen ser de más largo plazo que los privados. Así pues, su condición de instrumentos "libres de riesgo" y "largos" hace de los títulos del Estado un componente significativo de las carteras de los inversionistas institucionales.

Para fines de este trabajo entenderemos que la Tesorería o Tesoro Público es un servicio centralizado del Estado, destinado a la recaudación y administración de los ingresos fiscales y a arbitrar medios de financiamiento del déficit fiscal. En otras

palabras, la Tesorería es el ente fiscal encargado de emitir la deuda fiscal para fines de financiamiento del déficit del presupuesto público.

El Banco Central, por su parte, es la entidad del Estado encargada principalmente de llevar a cabo la política monetaria y cambiaria del país y, por esa vía, cautelar la estabilidad de los medios de pago de la economía. En consecuencia, los títulos que emite un Banco Central moderno tienen como propósito básico proveer al Banco de una herramienta esencial de la política monetaria, esto es, los medios de llevar a cabo las llamadas "operaciones de mercado abierto" (OMA). Pero un Banco Central moderno, en especial cuando es un ente autónomo del Estado, también puede emitir títulos de deuda para su propio financiamiento.

1. Las operaciones de mercado abierto (OMA):

Constituyen quizá la herramienta más eficiente para el control de la cantidad de dinero en la economía ³, y consisten en que el Banco Central compra o vende sus propios papeles ⁴, o de los de la Tesorería, a precios de mercado, con lo cual aumenta o disminuye, respectivamente, la cantidad de dinero. Por esa vía afecta las tasas de interés de corto plazo y los agregados monetarios y evita que los ajustes de la liquidez del mercado se produzcan vía reservas internacionales.

Para que el Banco Central lleve a cabo las OMA deben cumplirse varias circunstancias, todas ellas ligadas entre sí; entre las más importantes se pueden mencionar los siguientes:

- a. Que efectivamente haya un mercado abierto de los papeles del Estado, esto es,

³. Las otras herramientas, más tradicionales, son la tasa de encaje, los controles del crédito y de la tasa de interés, y la tasa de redescuento.

⁴. En estricto rigor, varía la tasa de compra de los papeles.

- que haya liquidez para dichos papeles. Para ello se requiere que haya entidades que formen tanto el mercado primario (para la primera emisión) como secundario (para los títulos en circulación). En especial para el mercado primario, tales entidades son los bancos y los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros);

- transparencia y profundidad de las operaciones: que éstas se lleven a cabo con amplia información pública de las características de los títulos, y que no haya oligopsonios, eso es, pocos compradores, porque ellos afecta negativamente el valor de los títulos y la información al mercado acerca de ellos;

- y, sobre todo, que las tasas de interés a las que se transen los papeles estatales sean de mercado.

b. Lo anterior implica, a su vez, que ésas son las tasas a que debe financiarse el déficit fiscal, lo cual significa que éste debe tener una magnitud razonable, pues de otro modo tendrán que pagarse tasas mayores que las de mercado. Si así fuera, no sería posible desarrollar simultáneamente un mercado para los títulos privados, pues estos se van a ver siempre desplazados ("crowded out") por los del Estado.

c. El déficit fiscal debería financiarse mediante la colocación de deuda entre el público y no mediante la "monetización" del mismo, es decir, es este aspecto, el rol del Banco Central no es el de financiar al fisco sino solamente el de colocar su deuda en el mercado.

d. Tanto si el Banco Central coloca deuda de la Tesorería como si ésta misma lo hace, es esencial la estrecha coordinación entre ambos para no entorpecer las respectivas operaciones; esto es tanto más importante si el Banco Central coloca también deuda suya con fines de financiamiento y no únicamente monetarios.

2. Los instrumentos del Banco Central:

a) instrumentos para regulación monetaria:

El Banco Central emite variados instrumentos de distintos plazos y características cuyo propósito es la regulación de la oferta monetaria a través de operaciones de mercado abierto, por lo que el monto de la emisión se determina según las necesidades de la política monetaria. Algunos de esos instrumentos pueden ser de los llamados "descontables", que no están indexados y se emiten denominados en la moneda corriente nacional; otros se pueden emitir directamente en dólares, o indexados (los "reajustables"), por la variación del dólar o del Índice de Precios al Consumidor u otro que se estime adecuado.

Entre las características más usuales de estos instrumentos es que suelen ser al portador, es decir, su transferencia se materializa con la simple entrega del título. Las series de cada instrumento pueden tener varios "cortes mínimos" (valor monetario mínimo de las láminas, según el tipo de inversionista al que va dirigido en el mercado primario o secundario). Algunos devengan intereses fijos o flotantes y pagan cupones periódicos, y otros pagan sólo a su vencimiento o madurez.

El plazo de vencimiento es muy variable y va desde 1 y 365 días (que son de corto plazo) a cinco años (mediano plazo) y ocho, diez, doce, quince o veinte años plazo, con o sin período de gracia, dependiendo de las características y objetivos particulares del título en cuestión. Se transan en bolsa, como casi todos los títulos de deuda, a un porcentaje de su valor par; pero hay títulos del Banco Central que sólo se liquidan a su vencimiento y ante el propio emisor, cuando no tienen transacción bursátil.

Por supuesto, los bancos pueden hacer con esos títulos ventas con pacto de retrocompra y compras con pactos de retroventa (llamados "operaciones de reportes" en el Perú, "pactos" en Chile, o "reportos", en México). Tales operaciones pueden ser desde pocos días con personas naturales o jurídicas, ya sean instituciones financieras o no. En algunos casos los bancos pueden adquirir estos instrumentos directamente en el Banco Central y cederlos,

con o sin responsabilidad de pago, a cualquiera persona natural o jurídica.

El Banco Central emite ⁵ y coloca los títulos (en varias series y cortes) a través de licitaciones periódicas, en fechas fijas, y de acuerdo con el sistema que se determine en las bases respectivas o mediante ventas por ventanilla, en operaciones que pueden efectuarse con o sin descuento. En las licitaciones participan tanto en las licitaciones como en las ventas por ventanilla los bancos y los inversionistas institucionales (por ejemplo, las AFP y las compañías de seguros); éstas son, pues, las entidades que constituyen el mercado primario de los papeles del Banco Central. Para muchos de dichos papeles, los bancos y financieras pueden hacer el mercado secundario, por cuenta propia o de terceros que no sean el propio Banco.

b) instrumentos del Banco Central para fines no monetarios:

En las economías modernas hay cada vez más consenso en que el rol del Banco Central es el control de la cantidad de dinero y, por esa vía, de la estabilidad del nivel de precios; por eso emite papeles según las necesidades y requerimientos de la política monetaria. Pero antes de llegar a esa etapa, hay otras metas y razones por las cuales, junto con los instrumentos genéricamente descritos más arriba, el Banco Central puede emitir instrumentos para diversos fines (por ejemplo, financiamiento de líneas de crédito específicas al sector público y privado).

Por definición, tal tipo de instrumentos no se puede describir tan explícitamente como los instrumentos monetarios. Los emitidos con fines no monetarios no son genéricos, sino que únicos, adaptados a las necesidades propias de los créditos u operaciones

⁵. En realidad, los Bancos Centrales no emiten físicamente la totalidad de sus títulos; hay casos y tipos de papeles en que aquél sólo entrega un certificado provisorio por los mismos, o hace un asiento computacional en la cuenta del intermediario. Esto es lo que se conoce como "desmaterialización" de los títulos, que es la tendencia más reciente en los mercados de valores, en especial en aquéllos que cuentan con una Custodia ó Depósito Centralizado de Valores.

que se quiere financiar. Su monto depende de, por ejemplo, las compras de carteras o refinanciamientos que se hagan.

Un ejemplo interesante de tales papeles sería, por ejemplo, varios tipos de pagarés emitidos por el Banco Central de Chile con el fin de darlos en pago a personas que hubieran adquirido títulos de deuda externa suscritos por el Banco Central como deudor directo. De este modo, la persona que ingresaba al país títulos de la deuda externa de éste recibía su pago no en dinero (lo que habría incrementado la cantidad de circulante en la economía) sino otro título, que había que liquidar en el mercado secundario (por ejemplo, una bolsa de valores).

El negocio de la persona que ingresaba títulos de deuda externa consistía en comprarlos en el exterior a un precio menor que el valor par, y canjearlos en Chile por los mencionados pagarés, equivalentes al valor par del títulos de deuda externa. Otras personas preferían acogerse a las disposiciones especiales que se dictaron para la aplicación de dichos títulos a la inversión dentro del país.

3. Los instrumentos del Tesoro de la República:

Dados sus fines, la Tesorería o Tesoro de la República emite títulos de largo plazo destinados a financiar el déficit del presupuesto del público o del Estado, especialmente el gasto de capital o inversión que se efectúa por esa vía.

Los títulos del Tesoro son de mediano y largo plazo, generalmente reajustables o indizados, al portador o a la orden (su transferencia se materializa con la simple entrega del título ó mediante endoso, según corresponda). Devengan intereses a una tasa fija anual vencida determinada en cada emisión por la Tesorería, y pueden pagar a su vencimiento tanto el capital como los intereses devengados. Se transan en el mercado bursátil en porcentaje de su valor par.

Por supuesto, todos los títulos del Tesoro se pueden describir genéricamente, como se ha hecho más arriba, porque ninguno de ellos tiene otro fin que el de financiar el déficit del presupuesto

público; pero hay muchas causas por las cuales se desfinancia ese presupuesto. Una de ellas es, por ejemplo, como sucedió en Chile y sucederá también en el Perú, el traspaso de los fondos previsionales desde el sistema público al privado. Por esa razón es que parece de interés describir someramente el instrumento que se ha emitido para esos fines, que es el

4. Bono de Reconocimiento (B.R).

Es un instrumento que representa los períodos de cotizaciones en las cajas de previsión del antiguo sistema público previsional, de los imponentes que se afiliaron al nuevo sistema privado de pensiones.

El Bono de Reconocimiento fue emitido por la institución de previsión donde el afiliado enteró su última cotización antes de afiliarse al nuevo sistema, a nombre del trabajador y entregado a la AFP a la cual se encuentre afiliado éste. Si el afiliado se cambia a otro fondo de pensiones, la anterior debe entregar el bono a la nueva; los Bonos de Reconocimiento se pueden transar en el mercado secundario formal cuando el trabajador solicite su pensión anticipada. En este caso el emisor (el Fisco) canjea los títulos antiguos por títulos nuevos transferibles mediante endoso y susceptible de ser transado en el mercado bursátil (en porcentaje de su valor par, como todos los bonos).

Los BR son instrumentos no seriados (cada uno es único):

- la fecha de emisión es variable, igual a la fecha de afiliación del trabajador al nuevo sistema previsional;
- el monto de la emisión depende del total a pagar a cada trabajador del antiguo sistema previsional, de modo que se trata de un instrumento de cortes variables, según la cuantía de la cotización mantenida en el antiguo sistema;
- el plazo del instrumentos es variable, de acuerdo al vencimiento de cada bono, que corresponde a la fecha en que el trabajador cumple la edad legal para pensionarse por vejez.

El BR devenga un interés compuesto sobre el capital reajustado y la amortización es total a la fecha de vencimiento, por lo que no tiene pago periódico de cupones.

Las características del BR hacen que pueda considerarse la posibilidad de su securitización. Eso tendría la ventaja de darles mayor liquidez, por un lado; y por otro, de desarrollar bonos de largo plazo con perfiles de pago adaptados a las necesidades de diversos tipos de inversionistas. Las combinaciones que pueden surgir de esta modalidad son múltiples, y de interés para los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Obviamente, la certeza del pago del BR a su vencimiento es clave para el desarrollo mencionado.

III. E. BONOS CONVERTIBLES EN ACCIONES:

Son títulos de deuda a largo plazo, sin garantía, convertibles en un número fijo de acciones comunes del emisor ⁶, en determinados plazos (o en cualquier momento, según las condiciones de emisión) durante la vigencia del título. Dado que el bono ofrece la posibilidad de conversión en acciones, su rentabilidad suele ser más alta que la de las acciones del mismo emisor, y el pago de intereses, menor que el de un bono corriente.

Los bonos convertibles se asientan en el pasivo exigible del emisor hasta el momento de la inversión, esto es, se consideran deuda en el balance de aquél. En caso de quiebra del emisor, los tenedores de bonos ⁷ corrientes (deuda pura) tienen prelación respecto de los tenedores de bonos convertibles. Desde luego, el bono convertible paga su cupón o interés hasta el momento de su conversión en acciones, y sólo a partir de entonces da derecho a dividendos.

Si los bonos no son convertidos en acciones ⁸ antes de la fecha pactada, su plazo de maduración o vencimiento será, por supuesto, el establecido en el contrato de emisión. En el mercado internacional lo usual es que dicho plazo sea de diez años (aunque hay bonos de cinco y de quince años) y que el capital se pague en una sola cuota al vencimiento del bono (lo que se llama "bullet maturity").

1. Cuáles son las sociedades emisoras de bonos convertibles:

Los emisores de bonos convertibles son sociedades para las cuales resultan convenientes las características del bono converti-

⁶. La legislación chilena permite la conversión a acciones preferentes del emisor (art. 21^a de la Ley de Valores).

⁷. U "obligacionistas", como los designa el Título XI de la Ley de Mercado Primario de Valores.

⁸. Ya sea al ejercer su derecho el inversionista o al rescatarlos el emisor.

ble; dichas sociedades presentan una o más de las siguientes características:

- **sociedades limitadas en su capacidad de endeudamiento:** los bonos que emitirían tales sociedades tendrían que ser sin garantías; pero el bono convertible tiene el atractivo de ofrecer la opción de conversión a acciones.

- **sociedades con dificultades para enfrentar altos gastos financieros** que, dicho sea de paso, podrían originarse en que su deuda tendría que ser no garantizada. En ese caso la deuda convertible es una buena solución, puesto que por su opción de conversión permite pagos de intereses menores que los de un bono corriente. Generalmente los intereses de un bono convertible se determinan por la solidez financiera del emisor, el plazo de vencimiento del bono, la tasa de interés de mercado y la prima de conversión.

- **empresas pequeñas, nacientes, o poco capitalizadas**, a las que la conversión de su deuda a acciones les proporcionará la capitalización que requieren. Al emitir acciones con un premio el emisor puede aprovechar anticipadamente el crecimiento futuro del precio de la acción.

- **empresas que planean inversiones considerables**, que requieren financiamiento rápido y cuantioso.

2. Algunas definiciones:

El número de acciones por las que se canjea el bono ⁹ es la **razón o relación de conversión**; en los mercados internacionales, dicha razón es un número fijo de acciones por cada US\$ 1.000 de deuda convertible (es, pues, una constante para cada emisión), y queda especificada en el facsímil del instrumento y en el contrato de emisión. La relación de conversión se calcula dividiendo el precio de emisión del bono por el precio de conversión: por ejemplo, un precio de conversión de US \$60 equivaldría

⁹. Una vez canjeados los bonos por acciones, no se puede volver a cambiar éstas por los bonos.

a 16,7 acciones emitidas por cada US \$ 1.000 de deuda ($1.000/60 = 16,66$). En otras palabras, **el precio de conversión** es el valor nominal del bono convertible dividido por el índice de conversión; a su vez, **el índice de conversión** es el número de acciones que se reciben por cada bono convertido. Por supuesto, cuando un bono es convertible exactamente en una acción, el índice de conversión es igual a uno.

De las anteriores definiciones resultarían las relaciones siguientes:

i_c = número de acciones que se reciben por cada bono (por cada lámina);

V_N = valor nominal del bono

p_c = precio de conversión, o valor en dólares de la acción por la que se canjeará la deuda.

$$p_c = \frac{V_N / \text{lámmina}}{i_c} = \frac{V_N / \text{lámmina}}{\# \text{ acc} / \text{lámmina}} = \frac{V_N}{\# \text{ acc}}$$

r_c = nro. de acciones por cada US \$ 1.000 de deuda convertible.

$$r_c = \frac{\text{US \$ 1.000}}{p_c} = \frac{\text{US \$ 1.000}}{p_c \text{ (US \$ / acción)}} = \frac{\text{US \$ 1.000}}{p_c}$$

Siguiendo con el ejemplo anterior, tendríamos

Bono convertible	r_c	p_c	i_c
US \$ 500	16,7	US\$ 60	8,35
US \$ 1.000	16,7	US\$ 60	16,7
US \$ 10.000	16,7	US\$ 60	167,0
US \$ 100.000	16,7	US\$ 60	1.670,0

3. Situaciones en que hay conversión y rescate:

En los bonos convertibles "corrientes", la conversión es a opción del inversionista, es decir, es éste el que decide si convierte la totalidad o parte de sus bonos en el número de acciones acordado ¹⁰. Dado que, como se ha señalado, la rentabilidad del bono suele ser más alta que la de la acción del mismo emisor, es poco probable que el inversionista ejerza su opción de conversión ¹¹. Pero se dan algunas situaciones en las que el inversionista querría convertir sus bonos en acciones:

- cuando por alguna razón aumente el precio de conversión (o disminuya el factor de dilución);
- si los dividendos que distribuye la sociedad emisora sobre sus acciones son más altos que el interés que devenga el bono, el inversionista puede ejercer su derecho de conversión antes de la fecha acordada para ello. Naturalmente, el pago de dividendos altos es una de las formas, tal vez la más usual, que tiene el emisor para forzar la conversión de los bonos.

También es posible que el emisor rescate anticipadamente los bonos convertibles, que es otra forma de forzar la conversión. El emisor puede hacer tal cosa al anunciar el ejercicio de su posibilidad de prepago de los bonos cuando el precio de la acción excede el precio de conversión (o precio de rescate, según cómo se le mire) por un período. En todo caso, el prepago le implica una prima (el pago de un premio para prepagar la emisión), que es la diferencia entre el precio de mercado de la acción y el precio de conversión al momento de la colocación. Otra manera de definir la **prima de conversión** es que se trata de la diferencia entre el valor de mercado del bono convertible y su **valor de**

¹⁰. Ultimamente han aparecido en el mercado internacional bonos convertibles a opción del emisor.

¹¹. En estricto rigor, la "opción de conversión" es una posibilidad para el inversionistas, no un instrumento financiero propiamente tal, porque no se puede transar independientemente del bono.

conversión ¹² nominal, usualmente expresado como un porcentaje del valor nominal. Supóngase que en el momento de colocar la emisión de bonos convertibles la acción del emisor vale \$50; si la prima por conversión es de 10%, el precio de conversión será \$ 55. Este precio se determina en el momento de la emisión del bono y sirve para determinar la relación de conversión.

Por supuesto, con la conversión, forzada o no, el emisor altera su estructura de financiamiento, disminuyendo su endeudamiento y aumentando su patrimonio. Ello reduce, además, sus flujos de caja por concepto del servicio de la deuda. La emisión de acciones para fines de la conversión puede efectuarse hasta la fecha pactada de la misma y, por cierto, la conversión implica una dilución de la propiedad accionaria de los antiguos accionistas. De hecho se habla de un **factor de dilución**, que es la fracción del capital corriente que podría tener el tenedor de bonos convertible si se convirtiera toda la emisión.

En todo caso, el emisor sólo puede prepagar su deuda o forzar la conversión de ésta después de transcurrido un período preestablecido (cláusula de "call protection" o período de "non-call"), cuyo propósito es asegurar un flujo cierto de ingresos al inversionista durante dicho ese período ¹³.

Los bonos convertibles son especialmente interesantes en mercados accionarios con alta volatilidad o incertidumbre. Para el emisor significan la colocación indirecta de acciones, eso sí que a un precio más alto que el de mercado al momento de la emisión, puesto que las acciones se colocan con un premio o prima

¹². El valor de conversión se define como el factor de dilución del bono convertible por el valor de total de mercado de todos los activos de la sociedad emisora.

¹³. En todo caso, desde hace poco tiempo se emiten en mercados internacionales bonos convertibles que no cuentan con "call protection", por lo que pueden ser convertidos en cualquier momento, ya sea a opción del tenedor o del emisor. Sin embargo, describir las últimas variedades de bonos convertibles está fuera del ámbito de este informe, por cuanto implica entrar en los más recientes desarrollos de la teoría de opciones.

sobre su precio de mercado. Ese precio es igual a la prima de conversión al momento de la emisión menos el valor presente neto del cupón o intereses del bono, menos el valor presente neto de los dividendos de la acción durante la vigencia del bono convertible.

Para el inversionista, los bonos convertibles representan una forma de invertir en capital accionario, con mayor rentabilidad que éste y con riesgo limitado, debido precisamente a la opción de conversión, que le permite recuperar el valor del bono. En efecto, si el precio de las acciones del emisor baja, el inversionista siempre recibirá su capital e intereses a través del bono mismo, si no lo ha convertido; y si el precio de las acciones sube, el del bono también puede subir, lo que proporciona a su tenedor una ganancia de capital adicional al flujo de ingreso equivalente al valor de los bonos.

III. F. FUTUROS DE DIVISAS Y DE INDICE BURSATIL.

Los llamados futuros y "forwards" son los primeros instrumentos de administración de riesgo que surgieron en los mercados; son, pues, los más conocidos y disponibles. La administración o gestión de riesgos es una técnica financiera moderna cuyo objetivo es reducir la variabilidad del retorno o rentabilidad de un negocio. Para eso se usan los llamados **instrumentos "derivados"**, esto es, aquéllos cuyo precio, plazo y demás características dependen de las de otro activo (llamado "subyacente"), representado por el derivado. Como se dijo, los "forwards" y futuros fueron los primeros instrumentos derivados, y a éstos se dedica el presente capítulo; no trataremos aquí los demás derivados, que en los mercados desarrollados han llegado a tener una sofisticación y variedad increíbles.

El derivado más sencillo es el "forward", o "contrato adelantado", como se llama en México, que es el término que usaremos de aquí en adelante. El contrato adelantado es una operación bancaria muy común y conocida, hecha "a la medida" para las necesidades específicas de un cliente, pactada una a una con condiciones que convienen al banco y su cliente. Los primeros contratos adelantados o forwards fueron los que permitieron especular o cubrirse contra los movimientos del tipo de cambio entre dos monedas.

En general, se entiende que los contratos adelantados y de futuros son instrumentos que permiten cubrirse de riesgos de variación en los tipos de cambio, de interés, u otros precios, lo cual es cierto. Esa es la función original de los mencionados contratos, para lo cual, se dice, éstos "transfieren" un riesgo desde un inversionista adverso a él, hacia otro que quiere tomarlo. Necesariamente hay, pues, en la otra "punta" del negocio, alguien que toma el riesgo que otro desea evitar. Ese alguien es un especulador; en consecuencia, los contratos adelantados y de futuro no sólo sirven para la cobertura de riesgos, como se suele creer, sino también para la especulación financiera (incrementar alguna

exposición a una variable determinada) ¹⁴

Así pues, el especulador es un participante necesario y respetable del mercado, por lo que no cabe ya la concepción de que se trata de alguien que se aprovecha de los demás con fines inconfesables. **Especulador es un inversionista que toma riesgos explícitamente, con el propósito de obtener una ganancia incierta; su rol es dar liquidez y profundidad los mercados.**

1. Participantes del mercados a futuro:

En suma, en los mercados de futuros existen los siguientes tipos de participantes o concurrentes:

a) los "hedgers", que quieren cubrirse del riesgo de variación adversa de algún precio que los afecta (tipo de cambio, tasa de interés, algún índice ¹⁵); para ello compran o venden algún activo subyacente por medio de contratos a futuro, en anticipación a compras o ventas que efectuarán en el mercado contado en una fecha próxima.

La cobertura de riesgos es una inversión en la que se toma una posición en el mercado futuro cuyos resultados se espera compensen aquellos que obtendrá en el mercado contado. En otras palabras, las pérdidas en el mercado contado se compensan con las ganancias en el mercado futuro, o viceversa.

¹⁴. Por lo demás, el número de personas que hacen cobertura de riesgos contra una baja en los precios no suele coincidir con el de los que se cubren de un alza; por esa sola razón un mercado de futuros exige, como se verá en seguida, otros concurrentes (los especuladores) que deseen asumir tales riesgos, además de quienes deseen hacer cobertura.

¹⁵. Aquí nos estamos refiriendo implícitamente a los derivados financieros propiamente tales; como se sabe, hay también futuros en bolsas de productos ("commodities"), tales como cocoa, soya, vientres porcinos, jugo de naranja y muchísimos otros, de los que no trataremos en este informe. Tampoco trataremos de los futuros en bolsas de metales.

b) **los especuladores o tomadores de riesgo:** son los concurrentes que buscan anticipar los cambios de precios y obtener una ganancia de la operación con contratos a futuro. Como se dijo, facilitan la operación de los mercados futuros, por la vía de proveer liquidez a éstos.

Hay también un tercer tipo de participante, que actúa en situaciones muy determinadas:

c) **arbitradores:** es un participante que compra y vende simultáneamente en dos mercados distintos, cuando las diferencias entre uno y otro (por ejemplo, el spot y el futuro) permiten realizar una ganancia comprando en aquel en que el precio sea más bajo, y vendiendo en el que los tiene más altos. El arbitrador, por lo tanto, busca ganancias sin riesgo, debidas a las diferencias de precios. Si una operación de este tipo permite alguna utilidad, surgen arbitradores que con sus operaciones hacen que la brecha entre ambos mercados disminuya.

2. Naturaleza y características de los futuros financieros:

Un contrato de futuros es un contrato que otorga el derecho a, y la obligación de, comprar (vender) una cierta cantidad de un determinado activo, en una fecha futura dada, a un precio definido al inicio de la vigencia del contrato.

La diferencia esencial entre contratos adelantados y futuros es la bursatilidad de estos últimos, esto es, el hecho de que los futuros se transan en bolsas. Siendo tan específicos, los forwards o contratos adelantados no se transan en un mercado secundario (no tienen liquidez). Además, cualquier pérdida o ganancia sólo se realiza al vencimiento del contrato y no en forma diaria como en el caso de los futuros. Demás está señalar que por esas mismas razones y las que veremos a continuación, los costos de un futuros son menores que los de un contrato adelantado.

Los contratos de futuros presentan seis características básicas:

i. **La transacción de contratos futuros es un proceso organizado:** todas las transacciones se llevan a cabo en una bolsa de valores, si bien en muchos casos la transacción de futuros es aparte o separada, en bolsas de futuros propiamente tales. La bolsa establece, pues, horarios, fechas y modalidades de transacción, y costos (éstos son un porcentaje sobre el monto del contrato).

ii. **Son contratos tipificados ("estandarizados"),** con normas preestablecidas e iguales para todos los inversionistas: monto o tamaño de los contratos, fechas de maduración, activo subyacente (dólar, Índice Selectivo de Precios de Acciones, tasas de interés, etc). En consecuencia, la única variable negociable en tales contratos es su precio; todo lo demás está preestablecido por la bolsa donde se transan.

iii. **Su operación se lleva a cabo mediante una Cámara de Compensación (CC):** la CC es una sociedad separada de la bolsa de futuros, cuyo rol fundamental es hacer de contraparte de los contratos y garantizar así el cumplimiento de los mismos.

Antes de seguir adelante es preciso destacar un punto que hasta los textos más técnicos suelen confundir, y que permite tener muy claras las cosas posteriormente. Como en toda transacción, en las de futuros tiene que haber un comprador y un vendedor, pero en este caso hay que diferenciar ambos actos, para el futuro propiamente tal y para el activo subyacente. Naturalmente, uno de los agentes económicos quiere vender, por ejemplo, dólares, y otro quiere comprarlos. Por lo tanto, todos los textos al respecto hablan de que un inversionista, ya sea "hedger" o especulador, compra contratos de futuro y el otro vende contratos de futuros, pero no es así. **En el mercado de futuros todos los inversionistas compran contratos a la bolsa que los emite: una de las partes compra contratos de compra, y la otra parte compra contratos de venta.** El punto está en que la contraparte legal de todos los inversionistas es la Cámara de Compensación.

Todas las transacciones deben efectuarlas los corredores de la bolsa correspondiente, y luego registrarlas en la CC; hecho eso, la CC pasa a ser la otra parte de cada transacción. Es decir, se transforma en el comprador de todos los vendedores del activo

subyacente, y el vendedor de todos los compradores del mismo, y por eso es posible que los participantes cierren o cuadren sus posiciones en cualquier momento (cancelando sus contratos de venta, con contratos de compra, y viceversa) para lo cual la CC valoriza las posiciones en futuros permanentemente.

Así, la CC garantiza el cumplimiento de todos los contratos que se transan en la bolsa, fiscaliza y controla a los agentes que operan en el mercado, dicta normas (posiciones máximas, garantías, márgenes diarios, etc.) e impone sanciones.

iv. Requieren el depósito de una garantía o margen inicial, que es la suma de dinero (normalmente, alrededor del 10% del valor inicial del contrato) u otros activos que la CC exige a los compradores de contratos a futuro (ya sean contratos de compra o de venta) al momento de suscribirlos. Esta garantía, que percibe intereses de mercado y cuyo objeto es garantizar el cumplimiento de los contratos, debe ser depositada en la CC por el corredor a nombre de su cliente.

Dicha garantía varía en función del activo y corresponde a un porcentaje fijo del valor inicial del contrato; si bien los corredores tienen la facultad de aumentarla si lo consideran apropiado, la CC establece la cuantía mínima de esta garantía o margen. El monto se fija de manera tal que sea suficiente para cubrir las pérdidas que se le podrían producir a alguna de las partes que intervienen en el contrato a futuro en días que ocurra una gran variación de precio.

v. Se exige el cierre diario de posiciones. Cada día hábil la CC revaloriza o actualiza todas las posiciones: calcula las pérdidas y ganancias netas de todos los participantes. Así pues, la CC exige el cierre diario de posiciones, para lo cual se opera con márgenes de variación diarios. Estos son montos en dinero que deben enterar los participantes para cubrir las pérdidas diarias que se produzcan como consecuencia de la revalorización o actualización diaria del valor de los contratos a futuro. El cambio en dicho precio corresponde a la pérdida o ganancia que se genera por la mantención del contrato a futuro. Como es obvio,

en algunos casos quien pierde será quien compró el activo subyacente a futuro, y en otros será quien lo vendió a futuro ¹⁶

Las pérdidas o ganancias producidas por las variaciones de los precios de cierre a futuro del día anterior y el del día se cargan o acreditan, según corresponda, en la cuenta de cada cliente. Si se les produce una pérdida deben proveer fondos para cubrirla (margen diario) al día hábil siguiente de producida la pérdida, en tanto que las ganancias también pueden ser retiradas al día hábil siguiente de producidas. En otras palabras: la diferencia entre el precio futuro de cierre del día y el precio futuro del día anterior se entera diariamente. Esto implica que los contratos de futuros generan un flujo de caja diario, y en caso de movimientos desfavorables de precios (flujo de caja negativo) se requieren fondos recursos adicionales para hacerles frente. Dichas diferencias se deben pagar en efectivo, ya que el pago efectuado por una de las partes se entrega a la otra (a diferencia del margen inicial, que opera como garantía).

El objetivo de estos márgenes diarios es mantener invariable la garantía inicial depositada. Este proceso, en que quien pierde entrega recursos y quien gana recibe recursos, es lo que se conoce como "compensación de saldos". En todo caso, cuando algún margen no se paga cuando es debido la CC cierra la posición de futuros automáticamente, a fin de evitar que se acumulen pérdidas que no se puedan pagar. El cierre de la posición es sin perjuicio de la obligación legal que subsiste para el cliente de cubrir el margen que adeuda.

En términos de flujo de caja, el día del vencimiento del contrato es similar a los otros días; los contratos, en todo caso, no suelen llegar a su vencimiento ya que las partes tienden a cancelar sus posiciones antes de la fecha de término del futuro.

¹⁶. Uno y otro han adquirido contratos que les permitan, al uno vender, y al otro comprar. No es correcto decir, por ejemplo, como se advierte en muchos textos, "pierde (gana) quien compró contratos y gana (pierde) quien vendió contratos", puesto que el que vende los contratos es la bolsa.

vi. La posición se puede cancelar en cualquier momento: dado que los contratos están tipificados o uniformados, tienen gran liquidez, por lo cual quien tiene un contrato a futuro (ya sea de venta o de compra), puede en cualquier momento y en forma muy sencilla cancelar su posición.

Esto se hace de la siguiente manera: quien compró un contrato de compra a futuro (es decir, adquiere el compromiso u obligación de comprar el activo subyacente en el futuro) **cierra o cuadra su posición a través de la compra de un contrato de venta a futuro** (por el que se obliga a vender el activo en el futuro), por el mismo monto convenido y a la misma fecha. Asimismo, **la persona que había adquirido el compromiso de vender el activo en el futuro (compró un contrato de venta) cierra o cancela su posición a través de obligarse a comprar el activo a futuro** (para lo cual compra un contrato de compra a futuro, de las mismas características del contrato de venta que ya tenía).

Todo el proceso anterior es tan esencial al mercado de futuros, que en la práctica se observa que el 99% de los contratos se cancelan, como se ha señalado, antes de su fecha de término o maduración. Esto quiere decir que el activo subyacente rara vez, o muy pocas veces, se intercambia físicamente; en otras palabras, el monto notional del mercado a futuro (el valor subyacente a que alude el conjunto de contratos) puede ser muchas veces mayor que el valor o existencias del activo subyacente.

3. Algunos futuros financieros y sus usos.

Los futuros financieros que más se transan en bolsa son los

- Futuros de monedas:
- Futuros de índices accionarios
- Futuros de tasas de interés

Futuros de monedas

Como se sabe, los exportadores e importadores reciben o entregan divisas en virtud de sus operaciones, generalmente en

fechas posteriores a las transacciones propiamente tales; y las empresas manufactureras o financieras multinacionales remesan utilidades a sus países de origen y/o reciben divisas desde éstos.

En consecuencia, las fluctuaciones del tipo de cambio afectan a todos los anteriores, que son potenciales usuarios de futuros de moneda. Los contratos de futuros de monedas les permiten fijar en el presente el precio de la moneda con la que operarán más adelante. Por ejemplo, si fuera necesario vender (comprar) una cierta cantidad de dólares en dos meses a contar de hoy, se podría comprar en la bolsa de valores un contrato de venta (de compra) a futuro de la divisa al precio que se acuerde hoy, limitando así el riesgo de variación adversa del tipo de cambio.

Por supuesto, las personas que tengan el interés y la capacidad financiera suficientes para sobrellevar los riesgos en el tipo de cambio (arbitradores y especuladores) también participan en este mercado, al igual que en todos los demás.

Futuros sobre índices de acciones.

Este tipo de contrato es un instrumento básico de la administración de riesgos, puesto que lo usan quienes administran una cartera de acciones y quieren protegerse de caídas inesperadas en el valor bursátil de éstas. A su vez, quienes en el futuro deban comprar acciones en el mercado se protegen por esa vía de alzas inesperadas en su precio. Por cierto, el grado de efectividad de la cobertura dependerá de cuán parecidos sean la cartera y el índice subyacente al contrato de futuro.

Estos contratos establecen el valor ó precio al cual se puede comprar o vender un índice accionario en un momento futuro en estos contratos; pero dada su condición de derivado de un índice, no cabe aquí la eventual entrega física de activo alguno, sino que las diferencias entre la cartera asegurada y el índice se saldan entre las partes: una de ellas entrega a la otra la diferencia en dinero, es decir, hay una compensación en efectivo de las diferencias.

Futuros de tasas de interés:

El riesgo de variación de la tasa de interés (fija o flotante) es muy significativo para todo inversionista en instrumentos de deuda, y para todo deudor. Dada la importancia crucial de este riesgo en las finanzas, los futuros de tasa de interés son los más cuantiosos y variados que existen en los mercados desarrollados.

Sin embargo, son relativamente difíciles de comprender y usar cabalmente: como los llamados "futuros de tasa de interés" son en realidad futuros sobre algún instrumento de deuda, presentan varias dificultades, como por ejemplo las siguientes:

- no siempre es evidente si para cubrirse de variaciones en la tasa de interés hay que comprar o vender el instrumento de deuda subyacente;
- no siempre la tasa que un inversionista quiere cubrir tiene un contrato que le corresponda exactamente;
- no siempre calzan exactamente los plazos de vencimiento del instrumento de deuda subyacente y del futuro que se contrata sobre él.

Como el tratar estos tópicos está lejos del alcance de este informe ¹⁷, se han mencionado con el único propósito de dejar en claro que los futuros de tasas de interés son instrumentos algo más complejos que los otros futuros ya descritos. Por lo tanto, **no sólo deben implementarse después de aquéllos, sino además cuando el mercado esté maduro y se cumplan las condiciones que se describen para ello a continuación.**

¹⁷. Son los problemas que, en esencia, dan origen a los llamados "derivados sintéticos" que comienzan a transarse en mercados desarrollados.

4. Condiciones para un buen funcionamiento del mercado de futuros

En general, para un determinado activo tendría que haber agentes que deseen cubrirse ante una baja de su valor y otros ante un alza. Sin embargo, no se puede esperar que el número de personas que buscan protección en un sentido sea igual al de las que lo hacen en forma contraria, por lo cual se hace necesario contar con la mayor cantidad posible de inversionistas incrementen el volumen y liquidez del mercado.

Una condición esencial para el buen funcionamiento de los mercados de futuros es la liquidez, o presencia de un gran número de compradores y vendedores. La liquidez del instrumento es importante ya que tomar una posición con futuros se hace más fácil en estas circunstancias, puesto que se puede entrar y salir del mercado cuando se desee, con costos razonables. En condiciones de poca liquidez se dificulta la cobertura con futuros y en algunos casos puede hacer imposible que un inversionista cancele o cuadre su posición ¹⁸ en el momento requerido, quedando expuesto a riesgos no deseados (con posiciones "abiertas", o vigentes).

Para que la cobertura con futuros sea exitosa, hay que recordar que en los futuros se especifica un precio para una fecha determinada; en rigor la cobertura debería hacerse sólo para esa fecha. Si se quiere efectuar una cobertura con futuros hasta una fecha distinta a la fecha de término del futuro, se corre el riesgo de que la diferencia entre el precio contado y el precio futuro (base) sea variable o quede al descubierto. Por ejemplo, si se necesita fijar el valor del dólar para el 1º de marzo, habrá que tomar un contrato de futuro con vencimiento el tercer miércoles de marzo y cancelar la posición el 1º de marzo. Por lo tanto, se sabrá con certeza el precio de mediados de marzo, pero no el del día 1º de ese mes. Puede ocurrir que la base a comienzos de marzo sea distinta a la de mediados del mes, con lo cual un cierre de la posición a comienzos del mes será distinto a si se mantuviera hasta el vencimiento. Se pueden dar casos en los cuales en un día

¹⁸. Recuérdese que "cancela" su posición comprando un contrato contrario al que ya tiene.

el precio contado es superior al futuro ¹⁹, relación que se invierte o que puede invertirse en los días posteriores.

Cuando comenzaron a operar los mercados a futuro se pensaba que, como se señala más arriba, la condición esencial para el buen funcionamiento de los mercados de futuros es la liquidez o presencia de un gran número de compradores y vendedores. Alguna vez se dijo que, para desarrollarse, el mercado de futuros requiere una cierta "masa crítica" que minimice la volatilidad de precios, la concentración de operaciones y la probabilidad de que gran parte de los partícipes tome posiciones en el mismo sentido, sin que haya muchos que la contrapesen.

Pero la experiencia más reciente ha señalado que incluso antes que ésa, la condición realmente esencial para el funcionamiento de los mercados derivados es que el mercado subyacente no tenga elementos monopólicos.

En realidad no hay una relación directa, biunívoca, entre el mercado actual ("spot") y el futuro; podría haber un mercado subyacente muy pequeño, y el mercado de derivados sobre él podría ser enorme; desde luego, este mercado puede ser pequeño porque su volumen de transacción es exiguo o porque hay pocos partícipes. Pero lo que importa para el desarrollo de un mercado de derivados no es el tamaño, sino la perfección financiera del mercado subyacente. Dicho en otras palabras: las dificultades en el mercado de derivados se presentan cuando el mercado subyacente es susceptible de control monopólico (por ejemplo, uso de informa-

¹⁹. Esa es la situación que en teoría se llama "backwardation"; refleja el hecho de que los interesados en coberturas (hedgers) quieren vender el activo subyacente; en consecuencia, los futuros tienen un precio más barato que el de contado o spot a fin de que los especuladores quieran comprar. La situación contraria es la que se conoce como "contango", que indica que los interesados en coberturas quieren comprar, por lo que los contratos de futuros ofrecen un precio más alto que el de contado o spot, a fin de inducir a los especuladores a vender. Por cierto, cualquiera sea la situación del mercado, el día de la entrega ambos precios, el spot o de contado y el de futuro, convergen (el diferencial o base se iguala a cero, o mejor dicho, se iguala a los costos de transacción).

ción confidencial). La norma debería ser que no se puede o no se debe construir derivados sobre subyacentes cuyo mercado actual o subyacente (spot) pueda ser controlado, pues eso arrojaría enormes ganancias para los que controlan el mercado spot o de contado. En ese caso, nadie querría participar en el mercado de derivados y la volatilidad de éste sería enorme, lo que lo hace perder su función. Allí donde los precios de contado se puedan manipular, no hay posibilidades de que funcione un mercado futuro fijando precios informados.

5. Uso de futuros por parte de los inversionistas institucionales

Como ha quedado dicho en el capítulo III, al comprar un contrato de futuros se debe enterar un margen inicial para garantizar el cumplimiento del contrato. Esto, empero, no significa liquidar o dejar de lado otras inversiones para pagar los márgenes iniciales, ya que éstos pueden enterarse no sólo en dinero sino también en valores ²⁰. Así, los futuros se convierten en una alternativa barata en términos de la inversión inicial, pero con obligaciones que pueden comprometer recursos, porque la operación con futuros requiere cubrir los márgenes diarios que se pudieran exigir.

La autorización para que los inversionistas institucionales inviertan en futuros les permitiría cubrir, al menos en parte, los riesgos de disminución en el valor de sus carteras, pero también les permite exponerse a mayores riesgos, lo que no sería adecuado porque está lejos de su función de administrar recursos de terceros. Por ello, conviene prohibir a estos inversionistas las actividades especulativas con futuros, dejándoles sólo la posibilidad para emplearlos para cobertura de riesgos; el problema para esto es que no es fácil distinguir entre una cobertura y una especulación.

²⁰. En este caso los valores éstos deben ser valorizados a precios de mercado y ser suficientes para cubrir en todo momento el monto exigido; en caso contrario hay que completar dicha cantidad.

Por cierto, existen refinadas técnicas y conceptos en base a los cuales se puede diferenciar, aunque siempre con dificultades, una y otra operación, pero eso depende del contrato de que se trate y está fuera de los alcances de este informe ²¹. No obstante, se puede decir que un criterio general ó regla de oro para ello es que un inversionista que quiere hacer cobertura, esto es, disminuir el riesgo de su cartera de inversiones, debe tomar posiciones "cortas" en el mercado de futuros (comprar contratos de venta). Por supuesto, se puede argumentar que al tomar posiciones largas (comprar futuros de compra) los inversionistas institucionales podrían estar cubriendo el riesgo de variación de precio de adquisiciones que planean hacer en algún período futuro. Pero no es posible diferenciar lo anterior de actividades especulativas, ya que éstas se efectúan tanto asumiendo posiciones largas como cortas en futuros.

En consecuencia, si se autoriza a los inversionistas institucionales a transar futuros debería buscarse algún método para diferenciar entre cobertura (siempre posiciones cortas) y especulación (posiciones cortas y largas); si eso no fuera posible, no parece prudente autorizar a estos inversionistas para llevar a cabo estas operaciones. Aún así hay una razón poderosa, que se explicitará a continuación, para permitirselas, para lo cual se les podría sería autorizar la adquirir futuros de compra sólo por una fracción de las adquisiciones que se efectuarán en un período futuro (podría requerirse una documentación de las compras efectivamente realizadas).

La razón aludida para autorizarles posiciones largas es la siguiente: si se permite a los inversionistas institucionales adquirir solo futuros de venta y no de compra, podría suceder que (debido a los grandes volúmenes que administran) en el mercado haya muchos interesados en vender y pocos en comprar, llegándose en el límite a una situación de mercado sin liquidez, en que los futuros no cumplan cabalmente su función de cubrir riesgo. Esto

²¹. Por ejemplo, en los textos muy especializados se demuestra y define que una cobertura contra el riesgo de tasas es la toma de una posición de futuros cuyo Valor Puntual Base (VPB) contrasta con el de la posición al contado.

es tanto más probable en el caso de futuros de índices, debido a que no está claro quiénes más, fuera de los inversionistas institucionales, estarían dispuestos a tomar posiciones compradoras de futuros de índices, y en la enorme cuantía que se requeriría. En el caso de futuros de divisas se cuenta, además de dichos inversionistas, con otros posibles usuarios como los importadores y exportadores, que deberían tomar posiciones contrarias que facilitarían el equilibrio y profundidad del mercado.

Los inversionistas institucionales pueden tener ciertos activos (y algunos pasivos) en dólares y efectuar determinadas operaciones en esa divisa; por lo tanto se podría autorizar el uso de futuros de dólar para cubrir un porcentaje las operaciones en dicha moneda.

Los inversionistas institucionales manejan grandes carteras accionarias, por lo que se les podría autorizar para tomar posiciones de venta en futuros de índices por un porcentaje de esta cartera; por ejemplo, un 10% de su inversión en acciones. En el caso de futuros de compra, se les podría autorizar como cobertura de algún porcentaje de las compras promedio de acciones que hayan efectuado en los meses anteriores; en el caso de los fondos de inversión, un porcentaje de los recursos que ingresen al fondo.

5. Una dura lección: el caso brasileño de 1989.

Un ejemplo muy decidor de lo delicado que es el mercado de futuros es la crisis que experimentó el mercado brasileño en junio de 1989 y que afectó a corredores e inversionistas e incluso al sistema financiero. El problema surgió cuando, por medidas que al respecto tomó la bolsa de Sao Paulo, cierto inversionista que especulaba en el mercado de futuros de acciones no pagó sus deudas a los corredores. Debido a tal insolvencia, que ascendió a unos US\$ 150 millones, las cotizaciones accionarias cayeron fuertemente, con lo que las pérdidas y la desconfianza se incrementaron.

Ya a mediados del año anterior la Bolsa de Valores de Sao Paulo había mostrado preocupación por la concentración que se observaba en el mercado de futuros. Argumentando la necesidad

de descentralizar las operaciones y reducir riesgos, impuso restricciones a las inversiones cuantiosas, exigió márgenes adicionales a las inversiones que abarcaban muchos títulos y limitó el volumen de operaciones al descubierto (compras en el mercado de futuros), con lo que el inversionista ya citado trasladó sus operaciones a la Bolsa de Río de Janeiro. Por último, en junio de 1989 dicha entidad exigió a aquél la cobertura del 30% de sus negocios al día siguiente de realizados, lo que precipitó la insolvencia de todos los involucrados.

Más en detalle, lo que ocurrió es que el especulador en cuestión efectuaba operaciones llamadas D+0 ("en el mismo día"), llegando a mover cerca de US\$ 200 millones por día (un tercio del movimiento de las bolsas). Por ese entonces, el inversionista vendía acciones en la bolsa de Sao Paulo y recibía el dinero cinco días después; pero recurría a un banco comercial que le entregaba en el mismo día el valor equivalente a la venta de las acciones. Para ello, el inversionista debía garantizar que los papeles estaban en la custodia del corredor.

Con el crédito obtenido el inversionista podía comprar acciones inmediatamente en el mercado de acciones o en el de futuros, y como disponía de una semana para pagar su deuda, bastaba acudir a otro banco que le financiara una nueva operación D+0 para pagar el crédito. El especulador de nuestra crónica recurría a varias entidades que lo financiaban.

Los problemas comenzaron cuando la Bolsa de Valores de Sao Paulo decidió restringir estas operaciones exigiendo el pago del 30% del total de operaciones al día siguiente (D+1) de efectuado el negocio. Con esto, las entidades que financiaban las operaciones del inversionista redujeron su crédito, por lo que aquél pagó a los corredores cheques sin fondos para cubrir sus compromisos vencidos en el mercado de futuros de índices.

La Comisión de Valores Mobiliarios fue alertada por la bolsa sobre la concentración del mercado y los riesgos de la práctica descontrolada de las operaciones D+0 en tales circunstancias. Se verificó que la mayor parte de las operaciones estaban calzadas, ya que el inversionista compraba y vendía las acciones para sí

mismo por medio de una serie de instituciones que operaban para él, lo que dificultó el seguimiento de sus posiciones.

En atención a lo anterior, y para evitar órdenes de venta masivas, la Comisión de Valores Mobiliarios dispuso el cierre de las bolsas brasileñas por un día. Al abrir, la Bolsa de Sao Paulo prohibió operar al causante e impuso un límite de 10% a la oscilación o volatilidad en el precio de las acciones, para proteger a los demás inversionistas y garantizar la liquidez del mercado.

En este caso hay básicamente tres hechos que influyeron en la crisis del mercado brasileño de futuros:

- el inversionista estaba autorizado a recibir fondos de la venta de acciones en un mismo día (D+0) mientras tenía cinco días para pagar sus compras.
- la concentración de las operaciones (de hecho el inversionista actuaba consigo mismo), que las volvió no sólo más riesgosas sino también más difíciles de seguir.
- la liberalidad o lenidad de las medidas en el mercado de futuros, y la inexperiencia y lentitud al respecto tanto de las bolsas mismas como de sus supervisores.

III. G. LETRAS Y MUTUOS HIPOTECARIOS ENDOSABLES.

La escritura de un crédito con garantía hipotecaria se conoce como "mutuo"; el banco o institución financiera que otorga el crédito tipifica una serie de tales créditos y emite contra ellos una letra hipotecaria; en el pasivo del banco o institución figuran, entonces, las obligaciones por letras hipotecarias, y en su activo, el crédito propiamente tal. Las letras son instrumentos de oferta pública. El mutuo (la escritura en sí) no es endosable o traspasable, pero el mutuo (el instrumento) puede serlo porque eso conlleva, como veremos, varias ventajas; sí lo es la letra hipotecaria. El mutuo como instrumento financiero es un crédito hipotecario hecho específicamente para cada deudor, es decir, se trata de instrumentos sumamente heterogéneos.

1. Características de las letras hipotecarias:

Ya se ha señalado que el emisor tipifica un conjunto de créditos hipotecarios: no se trata, pues, de que haya una letra que represente un crédito a una persona determinada.

Una vez otorgado el crédito representado por letras, el emisor de éstas las coloca a la tasa de mercado; puede, en consecuencia, recibir menos o más valor que el valor nominal del instrumento, y la diferencia es para el deudor hipotecario (o la cubre éste, si dicho valor fuera mayor que el total recibido en la colocación). Nótese, en todo caso, que la colocación de letras se hace por cuenta del vendedor del inmueble, no por cuenta del comprador (deudor hipotecario).

El prepago de las letras al refinanciar su deuda el deudor o vender la propiedad, puede hacerse en efectivo por un monto igual al saldo insoluto de la deuda, o mediante la recompra de la letra a su valor de mercado, para devolverla al banco emisor.

Con todas sus ventajas, las letras hipotecarias presentan dos inconvenientes:

a) **dificultades para el prepago de la deuda:** las letras se identifican por su emisor, serie y subserie, y por ello las

distintas emisiones no son sustitutos perfectos entre sí. Por ello el eventual prepago por la vía de la recompra de la deuda se dificulta por la búsqueda de la letra hipotecaria específica cuyo prepago se quiere hacer.

b) las carteras de letras hipotecarias son susceptibles de evolucionar en contra de los intereses del inversionista, porque el riesgo de una letra no es el mismo del crédito que ayudó a financiar. En otras palabras, la garantía de una letra hipotecaria no es sólo la del inmueble, sino el promedio de préstamos hipotecarios que ha otorgado el banco en un determinado momento. Esta calidad de la cartera hipotecaria varía según los préstamos que se otorguen: desde luego, y aparte del valor de la garantía propiamente tal, dicha variación puede ser tanto positiva (mejoramiento de la relación deuda/garantía de cada crédito por maduración de éste) como negativa (sustitución de préstamos antiguos con otros de mayor riesgo). Dada la imposibilidad de determinar cómo evolucionará la calidad de la cartera (el riesgo del conjunto de créditos que respalda a la letra), el inversionista tiende a exigir a la letra hipotecaria un retorno superior al que tendría el instrumento sin esa característica.

Por lo anterior, se puede introducir en el mercado del financiamiento hipotecario otro instrumento muy conveniente, que es el

2. Mutuo Hipotecario Endosable.

En términos generales se puede decir que hay tres características básicas respecto de las cuales letras y mutuos se pueden comparar: el riesgo, la liquidez y el costo.

a) **el riesgo:** el riesgo de los mutuos hipotecarios está relacionado con la solvencia del deudor y con la calidad de la garantía hipotecaria asociada a cada mutuo. El acreedor asume directamente el riesgo de no pago del deudor; al haber una relación directa entre el instrumento y el crédito hipotecario a que dió origen, el inversionista no corre el riesgo de cambio de la cartera hipotecaria, como es en el caso de la letra.

Las letras, por su parte, son instrumentos cuyo pago está garantizado por el banco que las emite y, en caso de su insolvencia o liquidación, por la cartera de créditos hipotecarios de dicho emisor. Esta doble garantía implica que en caso de que el banco caiga en alguna de esas situaciones, la cartera de créditos hipotecarios debe considerarse separada del resto de las colocaciones, destinando prioritariamente el resultado de su liquidación al pago de las obligaciones en letras hipotecarias.

A primera vista parecería que el respaldo en garantías reales que (además del aval bancario) tienen las letras hipotecarias, debería traducirse en que éstas fueran de muy bajo riesgo, pero hay dos inconvenientes que lo impiden. En primer lugar, la cartera de créditos hipotecarios de un banco es heterogénea, tanto respecto a las características de las hipotecas que la respaldan como a la madurez relativa de sus créditos, y dado que no se cuenta con toda la información relevante a dicha cartera, al inversionista le es difícil tener una buena aproximación del riesgo promedio de las letras de crédito de una determinada institución. Por otra parte, la calidad de la cartera va variando, por lo que la cartera existente al momento de la insolvencia o liquidación de una institución financiera puede ser muy distinta de la que había cuando se adquirió la letra. De ahí, como se señaló, el mayor retorno que se le exige.

b) la liquidez: las letras hipotecarias son instrumentos bastante tipificados y seguros, lo que las torna líquidas: mientras que éstas se transan activamente en el mercado secundario, los mutuos hipotecarios no son fácilmente transables debido a su heterogeneidad. Pero los inversionistas institucionales compensan esa característica con otras que resultan favorables para ellos.

Los inversionistas institucionales (especialmente fondos de pensiones y compañías de seguros) tienen obligaciones de largo plazo que quedan descalzadas con las inversiones en instrumentos de menor plazo. Por ello es que en general los referidos inversionistas mantienen tales instrumentos en cartera hasta la madurez de los mismos, de modo de lograr un mejor calce entre sus flujos de activos y pasivos. Así pues, la escasa liquidez relativa de

los mutuos hipotecarios no desincentiva la inversión de, por ejemplo, las compañías de seguros de vida.

Esto se puede ver desde otro punto de vista: la uniformidad y doble garantía de la letra la hacen muy líquida, por lo que su precio en el mercado cuenta con un "premio por liquidez", o mayor valor de adquisición; pero los inversionistas institucionales no están dispuestos a pagar dicho premio porque no es la liquidez lo que les interesa. Por eso dicho mayor valor de adquisición es un desincentivo para estos inversionistas, y de ahí que se haya buscado un instrumento (el mutuo endosable) con un valor de adquisición que no incluya premio por liquidez.

c) el costo: aquí cabe considerar el llamado "costo de leverage" y el costo de transacción.

Como se ha dicho, las entidades emisoras de las letras (los bancos, muy mayoritariamente) garantizan el pago de intereses y amortizaciones de las mismas (excepto, como se ha visto, en situación de insolvencia o liquidación, en cuyo caso opera la garantía hipotecaria de la cartera); pero dada la restricción de endeudamiento que la banca enfrenta, la referida garantía tiene un costo neto para ésta. En efecto, al emprender una operación hipotecaria el banco renuncia a la tasa alternativa de rentabilidad que podría obtener en otra operación; pero como no hay tal "costo de leverage" en el caso de los mutuos hipotecarios, con éstos se posibilita una reducción de la tasa de interés hipotecaria.

Por otra parte, el hecho de que el mutuo hipotecario no cuente con la doble garantía de las letras, puesto que ninguna institución asegura el pago desde deudores a inversionistas, se traduce en menores costos de transacción para aquél.

3. Otras ventajas del mutuo hipotecario endosable:

Por todo lo dicho, el mutuo endosable presenta ventajas adicionales respecto de las letras hipotecarias: un instrumento respaldado solamente por sus propias garantías, como es el mutuo endosable, permite pactar los términos de la deuda más de acuerdo a la capacidad de pago del deudor, como por ejemplo, flujos

variables y plazos que podrían ser superiores a los de las letras. Aunque es precisamente aquéllo lo que quita liquidez al instrumento, también le da mayor flexibilidad y lo hace más atractivo para determinados inversionistas.

Dado que el mutuo se pacta directamente entre el deudor y el inversionista, el eventual prepago de la deuda se hace más fácil que si hubiera habido letras, puesto que se evita la búsqueda de una letra hipotecaria específica. El vínculo directo que se produce entre deudor e inversionista y que permite que sea este último quien maneje la cartera hipotecaria (como en el caso de las compañías de seguros de vida) evita la existencia de una cartera que, como hemos señalado en el caso de las letras hipotecarias, puede evolucionar en contra de los intereses del inversionista. Claro que también conviene tener en cuenta que la única garantía del mutuo (el bien raíz) puede sufrir deterioros significativos.

Antes de terminar este punto, cabe mencionar que no todo es ventajoso en el mutuo: en general, éste suele otorgarse sólo para financiamiento de viviendas, en tanto que la letra se otorga también para fines generales; y otorgar mutuos para fines generales tampoco sería tan fácil: como el mutuo no cuenta con la garantía de la institución otorgante, sería difícil valorizar las hipotecas para fines generales, lo que afectaría al instrumento en el mercado.

4. Un instrumento que combine las características de letras y mutuos:

En los mercados modernos se está dando una posibilidad de conseguir un instrumento para fines hipotecarios que, junto con ofrecer flexibilidad a deudores e inversionistas, posea un mercado secundario amplio, es decir, sea muy líquido. En otras palabras, un instrumento que conjugue las características más deseables de las letras y de los mutuos hipotecarios.

Este instrumento consistiría en la "securitización" de carteras de mutuos hipotecarios, esto es, la emisión de un instrumento que otorgue derechos sobre los flujos generados por

alguna cartera de mutuos hipotecarios; para dar mayor liquidez a este instrumento se puede contratar un seguro de pago de dichos flujos, aunque ello no es indispensable. Con esto, el deudor hipotecario consigue un préstamo que se adecúe a sus necesidades particulares, en tanto que el inversionista compra un instrumento respaldado por la cartera de mutuos hipotecarios, lo que le otorga liquidez; paralelamente se evita el problema de que la cartera que respalda al instrumento emitido evolucione negativamente, porque se mantiene fija.

Dada la ingeniería financiera envuelta en la securitización, que puede llegar a determinar distintos plazos y tasas para los instrumentos, los mutuos "securitizados" podrían ser un instrumento de renta variable. Los simples mutuos endosables, en cambio, son de renta fija y pagan intereses y amortizaciones mensualmente, y se pueden prepagar cuando los deudores refinancian su crédito o venden la vivienda.

III. H. SECURITIZACION DE CREDITOS HIPOTECARIOS:

En lo que sigue se hace una descripción general de qué es la securitización, cómo se lleva a cabo, quiénes lo hacen y qué ventajas presenta. Dado que este procedimiento de la ingeniería financiera es demasiado reciente en nuestros países latinoamericanos, haremos referencia básicamente al caso chileno al respecto, si bien hay normas sobre "titulización" en Colombia y México (también las hay en España). Se incluye una sección final con las disposiciones legales chilenas más importantes en esta materia, que aún no entran en vigencia, referidas a la securitización de créditos hipotecarios. La securitización es un proceso que ya tiene algún tiempo en Estados Unidos y países de Europa, a lo que no se referirá este informe por dos razones: por su complejidad, que requeriría una observación "in situ"; y porque las disposiciones legales que rigen en mercados de derecho anglosajón son muy difícilmente equiparables o transferibles al ordenamiento jurídico latino.

1. Concepto de "securitización":

La "securitización" es un procedimiento financiero que consiste en dar forma de instrumento financiero transable y homogéneo a alguna obligación financiera. "Securitizar" una obligación es representarla por un título transable, con el "respaldo" de una cartera de activos generalmente heterogéneos (fueron pactados con tasas, plazos y condiciones individuales y específicas). Ejemplos: créditos hipotecarios, que suelen ser los primeros que se securitizan en un mercado; créditos para la compra de vehículos o de equipo agrícola; cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y otros tipos de acreencias o flujos de caja, como los asociados a operaciones de leasing y servicios públicos (luz, agua, teléfonos, etc).

En todo caso, no todos los activos securitizables son heterogéneos y no transables: también ha habido securitizaciones, en Estados Unidos, por ejemplo, de bonos del Tesoro: en este caso el objeto de la securitización no fué tanto financiar al Tesoro como crear un nuevo instrumento con flujos y plazos de vencimiento distintos de los bonos subyacentes.

En rigor, la securitización no es un proceso financiero tan nuevo. Las letras hipotecarias, por ejemplo, son la securitización de una cartera de créditos hipotecarios, y las cuotas de un fondo mutuo son la securitización de una cartera de inversiones. Pero la securitización a que hacemos referencia, como negocio nuevo, es un proceso más amplio y complejo.

Los principales participantes del proceso son dos:

a) **Las empresas originadoras del activo susceptible de securitización:** la securitización comienza por la venta, por parte de las empresas originadoras, de activos a una entidad securitizadora. La originadora obtiene así un financiamiento adicional y puede flexibilizar su estructura de pasivos, entre otras ventajas.

En general los potenciales originadores deben ser sociedades que cumplan copulativamente la gran mayoría o la totalidad de los siguientes requisitos:

- otorgan créditos documentados, por letras, pagarés, mutuos y otros;
- tienen un volumen significativo de ventas y una cartera de créditos grande y homogénea (en el sentido de estar dirigida a un mercado específico y objetivo, de características similares);
- han copado su acceso al crédito;
- no están particularmente interesadas en emitir títulos de oferta pública directamente, es decir, en ser empresas abiertas.

b) **la entidad securitizadora:** es la que emite títulos o valores respaldados (o "colateralizados") por los activos ilíquidos no transables o no endosables, del originador, es decir, es la que representa dichas acreencias por un título homogéneo y transable en el mercado secundario.

La emisión del bono podría hacerla el propio originador, pero eso no se da por dos razones principales:

- su giro no suele ser el de emitir y colocar papeles financieros;
- uno de los propósitos de la securitización es precisamente separar el riesgo y plazos de las acreencias originales, del riesgo y plazo del título respaldado por éstas. Por ello lo usual es que la securitización la lleve a cabo un ente legalmente constituido, que es el emisor (y también puede ser el colocador) de los bonos.

La cobranza de las acreencias traspasadas puede encargarse a la entidad securitizadora o quedar a cargo del originador; esto suele ser lo más usual, visto que éste es el que mejor conoce la tasa de morosidad de sus deudas y, en especial en el caso de las empresas de utilidad pública (luz, gas, teléfono...) controla el suministro futuro del servicio.

A su vez, el ente securitizador puede ser independiente o relacionado al originador; pero en este último caso, en el marco institucional chileno hace aconsejable que el securitizador conserve su autonomía financiera y contable con respecto al originador. Se trata de que el riesgo de éste no "contamine" al título emitido con respaldo de las acreencias.

2. Ventajas de la securitización para el mercado financiero:

- **Otorga liquidez a un activo** no endosable o no transable en el mercado secundario, o no lo era sin un castigo considerable; eso da una valoración de mercado al activo o acreencia, (valoriza el riesgo de crédito del originador);
- **Proporciona un instrumento de menor riesgo** que el de las acreencias originales, al hacer intervenir el riesgo del securitizador. Por ello los nuevos instrumentos serían de riesgos menores (y podrían, eventualmente, ser de plazos

mayores) que los de los activos que los respaldan; por otra parte, si la credibilidad financiera del originador no es buena, el instrumento adquiere la del securitizador;

De las dos características anteriores se deriva la tercera,

- Contribuye al mayor desarrollo del mercado de valores:

- Ofrece a las empresas una posibilidad de financiamiento vía la venta de sus activos ilíquidos (esto, como se verá, tiene una serie de beneficios específicos para el originador). Aquí cabe advertir que no se debe confundir la securitización con el negocio del "factoring" (o factoraje, como se llama en México). El factoraje consiste en la venta por parte de las empresas, a una entidad especializada, de sus cuentas por cobrar, a fin de estabilizar su flujo de ingresos y proveerse de capital de trabajo; pero la empresa de factoraje, al contrario de la securitizadora, no emite títulos de deuda respaldados con esas cuentas por cobrar.

- Provee nuevos títulos de oferta pública al mercado de valores tendientes a satisfacer las necesidades de los inversionistas institucionales.

- Crea una nueva área de actividades para otros concurrentes al mercado financiero, algunos de los cuales podrán además actuar ya sea en tanto lanzadores, securitizadores o inversionistas. Tales concurrentes serán bancos de inversión, consultores y asesores financieros, instituciones financieras, agentes de valores y clasificadores de riesgo. La intervención de éstos últimos se da principalmente porque el título emitido se puede diseñar especialmente para satisfacer las necesidades específicas de determinados inversionistas en cuanto a tasas, plazos, flujos y otras variables decisivas (tributación, clasificación de riesgo).

3. Las acreencias a securitizar:

Un originador interesado en la securitización identifica un conjunto de cuentas por cobrar o documentos que representan créditos otorgados a terceros, y los valora por un monto total. Por ejemplo, se puede identificar un conjunto específico de créditos por un monto total x , a una tasa de 3,6% con un vencimiento programado de 36 meses; y por otro grupo de cuentas por un monto y , a un 4,8% de interés con un vencimiento de 48 meses.

En general, el propio originador garantiza una parte significativa del riesgo de crédito de la cartera de acreencias securitizables: se trata de evitar que éste venda una cartera compuesta sustantivamente de créditos de dudosa recuperación.

Las características de los activos susceptibles de securitización deberían ser, idealmente, las que se señalarán a continuación. De su enumeración es fácil concluir que tales características se dan muy especialmente en los créditos hipotecarios, que por esa razón son, como se ha dicho, los primeros que se suelen securitizar en los mercados que inician tal operación:

a. tener flujos de caja predecibles: un porcentaje conocido de morosidad y de recuperabilidad de los créditos, a fin de que se puedan estimar con relativa certeza los ingresos del securitizador y, por ende, el riesgo del instrumento que éste emita.

Para ello es esencial que los deudores originales sean un número grande y que haya una independencia estadística entre la morosidad de los distintos grupos de deudores (diversificación demográfica, económica y geográfica de los mismos).

b. calce o concordancia temporal entre la amortización del capital e intereses del bono emitido, y los flujos que generen los activos que los respaldan.

c. adecuado valor de realización de los activos (autos, equipos) objeto del crédito del originador, esto es, un mercado secundario que permita liquidarlos en caso de

insolvencia del deudor. Ello contribuirá a reducir la morosidad.

d. rentabilidad de las acreencias securitizables (mutuos, por ejemplo) mayor que la de los títulos que las representen (bonos emitidos con respaldo de los mutuos): eso tiene por objeto asegurar que se origine un flujo permanente (puede no ser constante) tanto para el securitizador como para el inversionista; para esto se requeriría, p. ej, exigir primas de seguro u otros respaldos al originador, como tal vez un flujo continuo de reposición de las acreencias incobrables.

4. Ventajas para el originador de las acreencias:

- el proceso permite un financiamiento que no afecta la relación deuda/patrimonio y, por ende, no afecta los márgenes y límites de endeudamiento; esto puede ser muy atractivo para los bancos; si lo hacen los bancos, es el proceso inverso a la desintermediación.

- al ampliar sus fuentes de financiamiento, el originador puede extender el crédito a clientes adicionales y por esa vía aumentar las ventas;

- con la venta de los activos securitizables podría haber una mayor actividad a un menor costo de producción, lo que redundaría en una mayor utilidad operacional;

- un manejo eventualmente más eficiente de la cobranza reduce las pérdidas por no pago, lo cual estabiliza la rentabilidad del activo del originador;

- le permite acceder a un financiamiento que no lo obliga a ser sociedad abierta y fiscalizada;

- flexibiliza la composición financiera de los activos y la estructura de pasivos y aumenta la liquidez del capital de trabajo; podría disminuir para éste el costo de capital, en especial de corto plazo.

CAPITULO IV

CONTENIDO DE LA NORMATIVA A DICTAR.

IV. A. DISPOSICIONES NORMATIVAS PARA ADR:

Dado que la colocación de ADR involucra tanto aspectos financieros domésticos como internacionales, a continuación se sugieren normas que podría dictar CONASEV y las que podría dictar, si se estimara conveniente, el Banco Central o Banco de la Reserva:

I. NORMATIVA DEL FISCALIZADOR DE VALORES (CONASEV):

La normativa o reglamentación relativa a la operatoria de las sociedades con ADR es un ejemplo muy claro de los que podríamos llamar "criterio de fiscalización de mercado"; éste consiste en la obligación de difundir información detallada, oportuna, veraz y suficiente sobre el emisor y su colocación, más que en impartir para ellos prohibiciones y normas específicas.

En efecto, la operatoria con ADR se basa ampliamente en la obligación de informar, tanto al organismo fiscalizador como a las accionistas de las sociedades que colocan ADR y a los tenedores de éstos. Por ello, a continuación se sugiere la información que CONASEV podría hacer exigible a las referidas sociedades y a quienes operan con ellas (bancos depositarios o custodios). Demás está señalar que la información deberá presentarse en castellano, certificada por el máximo ejecutivo de la entidad que informa (el emisor, el banco custodio, el depositario).

Información que debería difundir el emisor (y los bancos depositario y custodio, en lo que sea pertinente):

1. En primer lugar, dará aviso a la entidad fiscalizadora del mercado, toda vez que inicie gestiones con algún banco depositario, para celebrar un contrato de depósito para la posterior colocación de sus acciones y operaciones en ADR; el organismo fiscalizador podrá disponer que, en cuanto o cuando sea pertinente, el emisor y quienes operen con él envíen la misma información a las bolsas de valores del país.

La información anterior debería referirse también a

- número de acciones suscritas y pagadas, número en circulación, proporción que se incluirá en el programa de ADR; por cierto, la participación accionaria de los tenedores de ADR se calculará de acuerdo al número de acciones que representen sus ADR.

- nombre del banco custodio, si procediere, y precio mínimo de colocación, si se tratara de acciones de primera emisión.

2. Además de lo anterior, el contrato de depósito que suscriba la emisora contendrá las siguientes cláusulas:

- principales obligaciones que tienen los accionistas en el mercado peruano, especialmente las que estén dispuestas en la ley y las disposiciones vigentes de CONASEV. La misma información se incluirá en cualquier prospecto u otro documento de oferta pública o venta de los ADR;

- que el banco depositario proporcionará directamente a CONASEV (y al organismo fiscalizador americano, SEC) información sobre la emisión y retiro de ADR y número de certificados en circulación, así como sobre las transacciones de ADR;

3. La sociedad emisora informará también al organismo que la fiscaliza, de la inscripción de los ADR en los organismos americanos que correspondan (la SEC y las bolsas de valores en que éstos se transen); otras obligaciones de información podrán ser que periódicamente informe de la transacciones en ADR representativos de sus acciones.

4. La sociedad emisora comunicará asimismo a CONASEV el nombre del banco custodio y le remitirá el convenio que haya suscrito al efecto. En dicho convenio constará una cláusula en que el banco custodio se obliga a proporcionar a CONASEV, en los plazos y forma que ésta determine, toda información pertinente acerca de

- la custodia, mantención, depósito y registro de las accio-

nes, y derechos que ejerza por encargo del banco depositario en relación a los ADR.

Entre dicha información podría contarse también:

- la copia de la presentación que haya hecho ante la SEC americana, y de los contratos de suscripción que haya hecho para la colocación de los ADR; y

- una lista de tenedores de ADR que le proporcione el banco depositario, en la forma y plazo que especifique el organismo fiscalizador.

5. Además de las obligaciones anteriores que le sean aplicables, el depositario de los ADR llevará, permanentemente actualizado, un Registro de Tenedores de estos títulos (nombres, domicilios o residencias de tales tenedores).

Las acciones que dan origen a los ADR permanecerán en custodia y registradas en la emisora a nombre del depositario, el que puede ejercer ante aquélla los derechos correspondientes a los tenedores de ADR, que representan a las acciones.

6. Cuando se dé el caso particular de que las acciones a colocar vía ADR sean de primera emisión, habrá requisitos adicionales que CONASEV podrá fijar, tales como los siguientes:

- En la citación a junta de accionistas que deba pronunciarse sobre el aumento de capital es cuestión, deberá señalarse expresamente la intención de colocar parte de ese capital para a través de ADR;

- antes de la colocación de los ADR debe efectuarse la oferta preferente de las acciones a los accionistas del emisor, si es que la ley general contempla tal disposición.

- de ser así, la enajenación de las acciones vía ADR a terceros en bolsas de valores extranjeras no podrá ser en condiciones y precios más favorables que los de la oferta preferente hecha internamente a los accionistas del emisor;

- por lo anterior, se deberá informar al mercado interno (a CONASEV, bolsas y accionistas) el precio y las condiciones obtenidas en la colocación de los ADR.

- una vez suscrito el contrato de depósito entre el emisor y el banco depositario, el emisor deberá proporcionar a sus accionistas información suficiente como para que éstos tengan clara idea de los ADR que se colocarán, así como de sus precios, condiciones y plazos.

7. Respecto del punto anterior, en que se hace alusión a los derechos preferentes de suscripción de acciones que suelen tener por ley los accionistas, es preciso señalar que dicho derecho no necesariamente es aconsejable en todas las circunstancias; en otras palabras, hay casos en que la aplicación de tal derecho podría pasar a segundo plano.

Uno de tales casos es precisamente la colocación de ADR cuando se trata de acciones de primera emisión. Muchas veces se ha observado en mercados extranjeros que el derecho preferente de suscripción de las acciones, de que gozan los accionistas antiguos del emisor, coartan casi totalmente las intenciones y posibilidades de éste de hacer la colocación en el extranjero.

En efecto, las sociedades susceptibles de colocar ADR en el mercado de los Estados Unidos suelen ser las más rentables de sus respectivos países; por ello suele haber gran interés doméstico en absorber sus acciones. Cuando se da el derecho preferente de suscripción de las mismas, gran parte de la emisión la compran los accionistas actuales, dejando muchas veces un monto que no es posible colocar en los Estados Unidos (menos de US \$ 50 millones, que es lo mínimo). Todo ello ha ocasionado, naturalmente, grandes demoras y costos al emisor, que hizo las gestiones pertinentes para la colocación sin que ésta se pueda llevar a cabo.

Por lo anterior hay países, como Francia, por ejemplo, que para determinados casos de colocación de acciones en el exterior incluye en su legislación cláusulas que eluden el derecho preferente de suscripción.

8. Finalmente, además de todos los requisitos mencionados, en una primera etapa se podría disponer que el emisor de las acciones representadas por ADR cumpla ciertos requisitos, tales como algunos relativos a su tamaño (patrimonio, número de accionistas) y solvencia, a fin de que las empresas que coloquen sus acciones en mercados extranjeros sean las mejores y más sólidas del país. Eso dará confianza al mercado externo y abrirá camino para las que vengan después;

II. NORMATIVA DEL BANCO CENTRAL:

Podría ser necesario que el Banco Central o Banco de la Reserva establezca el régimen cambiario para la operación de remesas e ingreso de divisas producto de los ADR, y la política tributaria que afectará a los tenedores de estos títulos.

IV. B. DISPOSICIONES NORMATIVAS SOBRE FONDOS DE INVERSION CERRADOS:

Generalidades:

1. Definición del fondo de inversión como patrimonio, su objetivo, su condición de fondo cerrado.
2. La sociedad administradora, su condición de sociedad fiscalizada y su objeto absolutamente único o exclusivo; remuneración que podrá percibir. Patrimonio mínimo que deberá mantener, proporción en que ése se incrementará según el de cada fondo que administre.
3. Atribuciones de CONASEV para fiscalizar y aprobar la constitución, operación, reglamentos internos, contratos y demás actos y documentos de la administradora y de los fondos. Plazos que éstas tendrán para lo anterior y para la presentación de los documentos que se originen y exijan. Condiciones y otras cláusulas aplicables a esos actos.

Aquí cabe comentar que la supervisión moderna, más acorde con los mecanismos de mercado, se inclina por no fijar por norma el monto de las comisiones, honorarios, gastos y demás cargos que deben hacerse en la gestión financiera tanto a clientes directos (los fondos, en este caso) como indirectos (sus partícipes o aportantes). Según este criterio, la normativa debe determinar qué tipo de cargos (por qué conceptos) hará la sociedad gestora a los fondos, y hasta qué punto, así como a los partícipes, por suscripción y rescate de cuotas; pero dejando a criterios de mercado y competitividad el monto efectivo de los mismos a partir de dicho máximo, amén de la facultad de cargarlos o no. Todos los mencionados cobros (comisiones, honorarios, otros gastos) deberán quedar claramente especificados en el reglamento interno del fondo o en el contrato de emisión de las cuotas o certificados de participación, que cada partícipe declarará conocer al momento de asumir su condición de tal.

4. Especificación del contenido del reglamento interno de cada fondo, el cual deberá referirse al menos a las siguientes materias:

- nombre del fondo, que incluirá una expresión que lo identifique como fondo de inversión cerrado, seguida del objeto de su inversión (mobiliario, inmobiliario, de proyectos nuevos, etc, según defina este mismo cuerpo legal).
- plazo de constitución y duración del fondo;
- políticas de inversión de los recursos y de reparto de los beneficios;
- comisiones de la sociedad administradora y gastos de cargo del fondo;
- información obligatoria que se proporcionará a los aportantes o partícipes, frecuencia de la misma y medio en el que se difundirá.

5. El cuerpo legal que se dicte podrá especificar que cada fondo será el titular de los instrumentos representativos de las inversiones efectuadas y de los bienes adquiridos, los que se registrarán y contabilizarán en forma separada de las operaciones efectuadas por la sociedad administradora con sus recursos propios.

Composición de la cartera de inversiones:

6. Especificación de los tipos de instrumentos en que podrán invertir los fondos:

- bonos del Tesoro Público o del Banco Central o Banco de la Reserva;
- instrumentos de deuda privados y públicos;
- acciones y derechos preferentes de suscripción;
- letras hipotecarias;
- pagarés.

Se podrán incluir

- bienes raíces,
- instrumentos actuales o que pueda haber en el futuro,
- derivados (contratos de futuros),
- instrumentos de oferta pública o privada,
- instrumentos peruanos o extranjeros,
- valores de entidades fiscalizadas o no, y
- otras modalidades que se estimen convenientes.

Se establecerán también los límites a que estará sujeta la inversión por cada tipo de instrumento, como porcentaje del activo total del fondo; dichos límites también se aplicarán como porcentaje del patrimonio del emisor. El objetivo de todo ello es evitar

- que los fondos se constituyan en controladores de sociedades, porque ésa no es su función, o
- corran riesgos demasiado altos por la concentración de sus cartera en pocos títulos o en pocos emisores;
- que los emisores no dependan de un fondo o de unos pocos fondos para su financiamiento, porque tampoco es ésa la función de estos últimos.

7. De acuerdo a la composición y límites específicos de cartera que se establezcan, se definirán fondos de inversión

- sólo mobiliaria; o
- inmobiliarios, si invierten en bienes raíces para renta;
- de proyectos nuevos, si pueden invertir una proporción considerable de sus carteras en títulos de sociedades recién creadas;

- de sociedades extranjeras,
- o de securitización,
- o tal vez de desarrollo de determinados sectores (¿telecomunicaciones, electricidad, obras públicas?) o cualquiera otros que se juzguen adecuados.

8. Prohibiciones a que estará afecta la inversión de la cartera (para todos los fondos, o para cada tipo de fondo), a fin de evitar conflictos de interés reales o potenciales entre los de la administradora y los de los del fondo: por ejemplo, éste no podrá invertir en

- cuotas de otros fondos de inversión,
- acciones de sociedades administradoras de fondos de inversión,
- acciones de sociedades a las que esté relacionado el fondo, la administradora o las personas ligadas a ésta, etc.

9. Las disposiciones relativas a los tipos de instrumentos en que podrá invertir cada tipo de fondo, y las limitaciones de la inversión por emisor, por instrumento y por fondo, deberán hacerse extensivas al conjunto de fondos que administre una sola sociedad, a fin de que, por la vía de todos los fondos administrados no se constituya ésta en controladora de determinados sectores económicos o empresas.

Por cierto, la norma también deberá establecer plazos y procedimientos para la enajenación de inversiones, cuando éstas sobrepasaren los límites permitidos o prohibidos.

10. Se deberá establecer que los bienes y valores pertenecientes al fondo no estarán afectos a gravámenes ó prohibiciones, y los porcentajes y tipos de pasivos en que el fondo podrá incurrir.

11. La normativa determinará asimismo las incompatibilidades y prohibiciones a que estarán sujetas las personas directa e

indirectamente ligadas al fondo: dichas prohibiciones se referirán, por ejemplo, a

- actividades incompatibles (directores de empresas? corredores de bolsa?) y
- operaciones prohibidas (transacciones de valores o bienes del fondo para sí mismos, y viceversa; control de esas personas sobre las cuotas del fondo).

Las cuotas y los partícipes:

12. Formas y plazos en que se adquiere la condición de partícipe o aportante del fondo; características y condiciones de las cuotas, aumentos y disminuciones de capital del fondo.

Aquí cabe aconsejar la inconveniencia de que un fondo cerrado de inversiones haga aumentos de capital, por la dificultad que en ese caso se presenta para valorar o tasar las cuotas nuevas y, sobre todo, las antiguas (problema de dilución de la propiedad de los antiguos partícipes; eventual derecho preferente de suscripción; incorporación de los beneficios obtenidos por el fondo con anterioridad al aumento de capital, etc). La práctica internacional es que, si hay gran interés por las cuotas de un fondo de inversiones, se constituya otro nuevo, de modo tal que un fondo existente no altera su capital inicial durante su período preestablecido de duración.

Con todo, si se estimara conveniente que un fondo cerrado haga aumentos de capital, podría darse un plazo para ello, por ejemplo, los dos primeros años de operación.

13. Normas de orden para la administradora: mantener a disposición de los aportantes una lista actualizada de éstos y del número de cuotas que cada uno posee; y ejemplares actualizados de los reglamentos internos de cada fondo que administre, con la fecha y número de la resolución con que la entidad fiscalizadora hubiere aprobado dichos reglamentos.

14. Plazo y forma de pago para la suscripción de las cuotas, y plazo de que dispondrá la administradora para la colocación de las mismas, así como procedimientos para el caso de que la colocación fallara.

15. El reglamento del fondo establecerá las responsabilidades de un suscriptor de cuotas futuras por no cumplimiento de los pagos comprometidos. Otro cuerpo legal, por su parte, determinará el monto máximo de cuotas que un partícipe podrá poseer directa e indirectamente (por medio de personas relacionadas) cuando el fondo tenga plena vigencia.

Las asambleas de partícipes:

16. Los aportantes se reunirán en asambleas ordinarias o extraordinarias, cuyos plazos, materias, procedimientos de convocación, quorums y atribuciones habrá que definir en la normativa y detallar, si se estima conveniente, en el reglamento de la misma (por ejemplo, cláusulas que afecten la validez de la citación, medio en el cual se deberá hacer, quiénes tendrán derecho a participar en ella, o cómo se otorgan poderes de representación...)

17. Serán materia de la junta ordinaria, por ejemplo, las siguientes:

- Aprobar la cuenta anual del fondo que presente la sociedad administradora, y los estados financieros correspondientes;

- Elegir anualmente a los miembros del Comité de Vigilancia, si es que juzga adecuado que exista tal organismo;

- Aprobar el nombramiento de auditores externos del fondo que haga el Comité de Vigilancia.

- Aprobar el presupuesto de ingresos y gastos del Comité de Vigilancia, y

- cualquier asunto de interés común de los partícipes que no sea propio de una asamblea extraordinaria.

18. Por ejemplo, son materias de la asamblea extraordinaria de partícipes las siguientes:

- Aprobar las modificaciones que se propongan al reglamento interno del fondo;
- Tomar conocimiento de cualquier situación que pueda afectar los intereses de los aportantes;
- Acordar la sustitución de la administradora o la disolución anticipada del fondo y designar al liquidador, y aprobar la cuenta final de la liquidación;
- Los asuntos que, por el reglamento o por el reglamento interno del fondo, correspondan a su conocimiento.

19. Si se estima conveniente que haya un Comité de Vigilancia formado por los aportantes del fondo, el cuerpo legal que norme a éste determinará cuántos miembros deberán formarlo, cómo se les remunerará, qué requisitos o prohibiciones deberán cumplir, cuáles serán sus derechos y obligaciones, los plazos y formas en que los cumplirán, etc.

20. La legislación incluirá también disposiciones relativas a la disolución de la sociedad administradora, la administración provisoria o el traspaso de la misma a otra administradora, el plazo en que ello se llevará a efecto, y el nombramiento, atribuciones y remuneración de los liquidadores.

Los beneficios y franquicias:

21. Los fondos de inversión distribuirán anualmente el porcentaje que la norma fije, de los beneficios netos percibidos durante el ejercicio, que la misma norma definirá, junto con las fechas y formas en que ello se hará.

22. La reglamentación puede estipular también el tratamiento tributario a que estarán afectas las cuotas y sus recates; se sugiere que éste sea similar al dispuesto para las acciones de

sociedades anónimas abiertas, y en ningún caso, discriminatorio respecto de ellas u de otros instrumentos financieros.

23. El reglamento fijará las normas relativas a valorización de inversiones y corrección de excesos de inversión por efectos de precios de los instrumentos

Conflictos de interés, sanciones y procedimientos:

24. Es conveniente que la normativa incluya, a menos que ya las tenga alguna ley de tipo general, prohibiciones tendientes a evitar los conflictos de interés y las actuaciones dolosas o negligentes de la administradora, en beneficio propio o en perjuicio de los intereses del fondo y sus partícipes.

Respecto a conflictos de interés en la administración de carteras propias y ajenas (los llamados "problemas de agencia" en la literatura americana) cabe señalar que los más usuales de tales conflictos, sobre los que el fiscalizador debe actuar especialmente, son los siguientes:

- **uso de información confidencial:** penado por la ley, consiste en que una persona se beneficia directa o indirectamente de la información a que tenga acceso en virtud de su cargo.
- **adelantamiento al fondo:** muy ligado con la figura anterior, consiste en que la sociedad gestora o alguno de sus ejecutivos vende o compra los mismos títulos que el fondo antes de que éste lo haga, a fin de beneficiarse de los precios que aún no han sufrido los efectos de la intervención del fondo (que tiende a alzar o deprimir los precios, dado que puede comprar en gran escala).
- **asignación de operaciones:** cuando se opera en el mercado simultáneamente para la administradora y el fondo, consiste en asignar a éste las operaciones menos beneficiosas, reservando para aquélla las más favorables.
- **transacción a precios que no sean de mercado.**

25. Entre las sanciones a considerar podría estar, por ejemplo, que la administradora estará obligada a reembolsar al fondo los perjuicios causados por la ejecución de alguna de las conductas anteriores.

26. El organismo fiscalizador impartirá normas relativas a la información a mantener y archivos de registros de transacciones que deberán llevar cada administradora y sus intermediarios.

Los auditores externos de las administradoras deberán pronunciarse acerca de

- los mecanismos de control interno que éstas se impongan para cumplimiento de estas normas;
- el establecimiento de los sistemas de información y archivo apropiados para registrar el origen, destino y oportunidad de las transacciones que se efectúen para el fondo.

IV. C. NORMATIVA RELATIVA A LA EMISION E INSCRIPCION DE TITULOS DE DEUDA.

A continuación se hará una detallada referencia a todos los trámites y requisitos que debe cumplir la emisión de títulos de deuda, con especial énfasis en los requerimientos de información al organismo fiscalizador, CONASEV, y al mercado en general. Se comienza por una exposición de lo anterior para los títulos corrientes de largo plazo, los bonos, como marco general normativo. Se incluyen en él las disposiciones específicas para bonos convertibles en acciones, para finalizar con los requisitos especiales para los bonos de corto plazo o efectos de comercio. Los requisitos generales son, naturalmente, los que ya se habrán expuesto para bonos.

NORMA GENERAL PARA LA EMISION E INSCRIPCION DE BONOS

La norma que a continuación se propone establece las menciones que deberá contener la escritura pública en que conste la emisión de bonos, los requerimientos de información para la inscripción de dichas emisiones en el Registro de Valores, y las normas de difusión y de información continua.

Antes de la inscripción de la emisión de bonos, la entidad emisora deberá estar inscrita en el Registro de Valores de acuerdo a lo establecido en la ley y en esta norma. Lo anterior no impide que una sociedad tramite, junto con la inscripción de una emisión de bonos, su inscripción como emisor de valores.

La responsabilidad respecto de la información proporcionada en la solicitud recae exclusivamente sobre el emisor, y en ningún caso sobre CONASEV. Una vez que ésta haya inscrito la emisión de bonos, la misma información que se proporcionó para la inscripción se remitirá a las bolsas de valores del país, se encuentren o no inscritas en ellas los emisores, en un plazo no superior a tres días hábiles de otorgado el certificado pertinente. Será remitida también a los intermediarios colocadores de dicha emisión, antes de que se inicie la colocación. Todos los mencionados mantendrán esta información permanentemente a disposición del público.

Una vez que el emisor haya proporcionado los antecedentes requeridos y solucionadas las observaciones que CONASEV haya formulado, ésta procederá a la inscripción en el Registro de Valores, emitiendo un certificado de inscripción.

La solicitud para la inscripción consistirá en una carta firmada por el gerente general o por quien haga sus veces, acompañada de la siguiente información: un prospecto que contenga la información que a continuación se detallará, relativa a la escritura de emisión y a antecedentes adicionales que habrá que adjuntarle.

A. Escritura de emisión:

La escritura pública de emisión de bonos que se acompaña para la inscripción pertinente, deberá contener a lo menos, las siguientes menciones:

1. Antecedentes del emisor

1.1. Nombre, domicilio legal, dirección de la sede principal y Rol Tributario.

1.2. Si fuere una sociedad, la ciudad, fecha y notaría en que se hubiere otorgado la escritura de constitución social; fecha y número del decreto o resolución de autorización de existencia y de instalación legal, cuando corresponda, y las inscripciones y publicaciones pertinentes de su legalización. En caso de entidades que no sean sociedades, indicación del instrumento constitutivo y fecha, ciudad y notaría de su otorgamiento, indicación del decreto o resolución de autoridad competente y de las inscripciones y publicaciones para su legalización, si correspondiere.

1.3. El monto del capital suscrito y pagado, a la época de la escritura de emisión.

1.4. Indicación de las deudas preferentes o privilegiadas que tenga a la fecha de otorgarse la escritura de emisión.

1.5. Indicación de las emisiones vigentes de bonos y montos adeudados por este concepto.

2. Antecedentes del representante de los tenedores de bonos: además de las exigidas al emisor en los números 1 y 2 anteriores, las siguientes:

- Procedimientos de elección, renuncia, reemplazo y remoción.
- Forma de actuación, cuando fueren varios los designados.
- Causales de cesación en sus cargos.
- Referencia a los derechos de que estará investido y, en especial, respecto a las facultades de fiscalización sobre el emisor.
- Referencia a sus deberes y responsabilidades y, en especial, a las obligaciones de información que tendrá respecto de los tenedores de bonos.

3. Antecedentes y características de la emisión

- Monto total.
- Series en que se divide y forma de enumeración de los títulos.
- Número de bonos que comprende cada serie.
- Valor nominal de cada bono.
- Plazo de colocación de la emisión.
- Indicación de si los bonos serán a la orden o al portador.
- Indicación de si los títulos llevarán cupones para el pago de intereses y amortizaciones. Si así fuere, los cupones deberán indicar su valor o la forma de determinarlo, la fecha de su vencimiento y el número y serie.
- Indicación de si se pagarán o no intereses, tasa de éstos o procedimiento para su determinación, fecha y lugar de pago de intereses.
- Carácter de reajutable o no del empréstito y forma de reajuste, en su caso.
- Fecha desde la cual el tenedor del bono comienza a ganar intereses y reajustes.
- Forma de amortización indicando si existirán o no procedimientos de rescates anticipados.

- Plazo de amortización, fecha de inicio de éste, e indicación de las fechas, lugares y modalidades de pago.
- Indicación de si existirán o no garantías; descripción e indicación de su naturaleza jurídica; monto estimativo y fundamento de la estimación; indicación del procedimiento y plazo para su constitución; procedimientos de sustitución o modificación; indicación de si existen seguros contratados respecto de las garantías; en caso de garantías otorgadas por terceros, deberá indicarse el lugar donde el inversionista puede obtener información.
- Referencia a obligaciones, limitaciones o prohibiciones a que se sujetará el emisor durante la vigencia de la emisión, con el fin de proteger los intereses de los tenedores de bonos.
- Referencia a las obligaciones específicas de información que el emisor deberá proporcionar a los tenedores de bonos.
- **Indicación específica de si los bonos serán o no convertibles en acciones, señalando relación de conversión o forma de determinarla.**
- Referencia a procedimientos para canje de títulos o cupones, o reemplazo de éstos en casos de extravío, hurto o robo, inutilización o destrucción.
- Referencia a efectos de una eventual fusión, división o transformación del emisor, y creación de filiales o enajenación de activos y pasivos a personas relacionadas, sobre los derechos de los tenedores de bonos.
- Indicación de los casos en que se presumirá que el emisor está en incumplimiento de sus obligaciones para con los tenedores de bonos o sus representantes.

4. Juntas de tenedores de bonos

- Normas relativas a su funcionamiento.
- Referencia a quienes pueden convocarla, forma de citación y quórum de constitución y de acuerdos.
- Asistencia, poderes y representación en las juntas.
- Materias a tratar en ellas.
- Actas de las juntas y constancia de ellas.

5. Menciones obligatorias a incluir cuando corresponda

1. Que la cesión de los bonos a la orden se hará por endoso en el mismo título, conforme a las reglas generales, debiendo el cesionario informar a la entidad emisora para su registro.
2. Que el endosante de un bono a la orden será responsable del pago del documento, sólo si al endosarlo omitiere la cláusula de liberación de responsabilidad.
3. Que la cesión de los bonos al portador se efectuará mediante la entrega del título, conforme a las reglas generales.
4. Que el plazo para la amortización o pago total de la deuda no podrá ser superior al plazo de duración del emisor.
5. Que cuando la amortización se efectúe mediante sorteo, éste deberá practicarse ante notario que levantará acta de la diligencia, dejando constancia del número y serie de los bonos sorteados, la que se protocolizará en sus registros.
6. Que dentro de los cinco días siguientes al sorteo se publicará a lo menos una vez, en un periódico de circulación nacional, la lista de los bonos sorteados con expresión del número de cada uno de ellos.
7. Que los intereses y reajustes de los bonos sorteados o de los amortizados extraordinariamente cesarán, y serán pagaderos, desde la fecha en que se efectúe el pago de la amortización correspondiente.
8. Que podrán tomar parte en las juntas los tenedores de bonos a la orden que figuren inscritos en el registro especial del emisor, con cinco días de anticipación a aquél en que haya de celebrarse la junta respectiva, y los tenedores de bonos al portador que exhiban los títulos correspondientes o las certificaciones de custodia, en su caso.

9. Que en las juntas de tenedores de bonos corresponderá a cada tenedor un voto por el valor equivalente al bono de menor valor que el emisor haya emitido.

10. **En el caso de bonos convertibles**, la norma puede disponer también que, de haberse acordado un aumento de capital y encontrarse pendiente una emisión de bonos convertibles en acciones, a pesar de haber transcurrido más de tres años desde el acuerdo (para la emisión, suscripción y pago), deberá permanecer vigente un margen no suscrito de dicho aumento por la cantidad de acciones que sea necesaria para cumplir con la opción si es que ésta es exigible conforme a las condiciones de la emisión de bonos.

B. Antecedentes adicionales

1. Facsímil de los títulos: los títulos que se adjunten contendrán al menos las siguientes menciones:

- Nombre y domicilio del emisor.
- Ciudad, fecha y notaría en que se hubiere otorgado la escritura de emisión.
- La serie y número de orden del título.
- El valor nominal del bono y la cantidad de bonos que el título represente.
- Indicación de ser a la orden o al portador, y nombre del tenedor, en su caso. Tratándose de bonos a la orden deberá destacarse la mención de que el endosante sólo responderá del pago del documento cuando al endosarlo omitiere la cláusula de liberación de responsabilidad.
- Monto nominal de la emisión y plazo de colocación.
- Indicación de si la emisión es con garantía o sin ella, y en caso de existir ésta deberá ser señalada.
- La forma de reajuste en su caso, la tasa de interés, si la hubiere, la forma y época de amortización y las fechas y el lugar de pago de los intereses, reajustes y amortizaciones.
- Fecha desde la cual los bonos ganan intereses y reajustes, y desde la cual corre el plazo de amortización.
- Indicación del nombre del representante de los tenedores

y la forma de comunicación de su reemplazo.

- Fecha del título, sello de la entidad emisora y la firma de una persona autorizada por el emisor y de una persona autorizada por el representante de los tenedores de bonos.
- Cláusula que diga que "Los únicos responsables del pago de este bono son el emisor y quienes resulten obligados a ello. La circunstancia de que CONASEV haya registrado la emisión no significa que garantice su pago o la solvencia del emisor. El riesgo en su adquisición es de responsabilidad exclusiva del adquirente".

2. Copia del acta de la junta de accionistas, sesión de directorio u otra sesión en que se acordó la emisión, debidamente legalizada o certificada por el gerente de la entidad, según corresponda.

3. **En caso de bonos convertibles en acciones**, copia del aviso a publicar informando el derecho preferente de suscripción y de la respectiva comunicación del mismo a los accionistas, para todo lo cual CONASEV puede proponer un formato-tipo (de computación, por ejemplo).

4. Copia del aviso a publicar informando al público de la emisión de que se trate.

5. Constancia de la constitución de garantías, si correspondiere.

6. Los emisores que por no haber estado inscritos en el Registro de Valores no hubieren enviado a dicho Registro estados financieros anuales correspondientes a los tres años precedentes a la solicitud de inscripción, deberán presentar aquéllos que sean necesarios para completar una serie de tres años. En caso de no haber existido en tal período, sólo deberá presentar los estados correspondientes a su existencia.

Los estados financieros a presentar deberán ser auditados si en el período correspondiente la entidad hubiere estado sujeta a auditoría externa.

7. Indicación de las normas de seguridad contempladas por la sociedad en la confección de sus títulos, según las normas específicas que haya impartido o imparta CONASEV.

NORMAS PARA LA DIFUSION Y PUBLICIDAD DE LAS EMISIONES DE BONOS

Información al público por parte de los emisores y colocadores

Los emisores e intermediarios, en su caso, que participen en la colocación de una emisión de bonos deberán tener a disposición del público información respecto de los emisores, de los valores ofrecidos y de la oferta. La información deberá referirse al menos a lo siguiente:

- a. copia de la última memoria anual de la entidad emisora, o en su defecto, de la información que ésta haya proporcionado al Registro de Valores con motivo de su inscripción como emisor, cuando sea de una antigüedad no superior a un año.
- b. Copia de los últimos estados financieros trimestrales y mensuales, cuando corresponda, enviados por el emisor al Registro de Valores.
- c. Copia del prospecto presentado a CONASEV con motivo de la emisión.
- d. Copia de la información esencial divulgada por la entidad, que no esté contenida en los números precedentes.
- e. Copia del certificado de inscripción de la emisión en el Registro de Valores.

Información específica de bonos convertibles en acciones

En conformidad a la ley, el derecho preferente para suscribir bonos convertibles en acciones deberá ser ofrecido, a lo menos por una vez, preferentemente a los accionistas de la respectiva sociedad a prorrata de las acciones que posean. La sociedad emisora deberá anunciar por la prensa, dentro del plazo que fije

la ley, la fecha a la cual se es accionista con derecho preferente de suscripción.

Junto con lo anterior, la sociedad emisora deberá remitir a sus accionistas y a las bolsas de valores, también dentro de un plazo prudente que fije la norma, una carta informándoles la colocación de los bonos y sobre el derecho preferente de suscripción de que gozan. Tanto para el aviso a publicar como para la carta dirigida a los accionistas, CONASEV podrá proponer un formulario-tipo.

OBLIGACIONES DE INFORMACION CONTINUA Y DE REMISION DE ANTECEDENTES

Las entidades que hayan completado el trámite de inscripción de una emisión de bonos en el Registro de Valores deberán publicar información periódica respecto de ellas y de la emisión, en la forma, plazo y condiciones que establezca CONASEV.

Para las entidades emisoras:

- **Estado de emisiones y colocaciones efectuadas:** Las entidades emisoras deberán proporcionar a CONASEV, en la forma y plazos que ésta establezca, información para cada emisión no totalmente amortizada, referida a deuda vigente, pagos, amortizaciones, conversiones y colocaciones efectuadas.

- **Remisión de antecedentes complementarios:** Los emisores de bonos deberán presentar a CONASEV dentro de los diez días siguientes a la fecha del hecho que imponga la obligación de remitirlos, los siguientes antecedentes:

- a) Copia de la escritura pública que dé constancia de la suscripción del empréstito, y en la que se declare el monto total de la colocación efectuada, la que deberá ser otorgada por el emisor dentro del plazo de diez días contado desde la colocación total del empréstito o del vencimiento del plazo de colocación establecido en la escritura de emisión.
- b) Constancia de las publicaciones de la lista de bonos amortizados en forma extraordinaria.

- c) Copia de la protocolización del acta notarial de la diligencia del sorteo.
- d) Constancia de la constitución de la garantía, en caso que se constituya con posterioridad a la escritura de emisión.

- **Registro de tenedores:** Toda entidad emisora de bonos a la orden deberá llevar un registro de tenedores de bonos donde anotará todos los títulos de bonos que haya emitido con indicación de su número, serie, valor y el nombre de la persona a quien pertenezca, o el de aquélla a quien éste se haya transferido. Este registro será de responsabilidad exclusiva del gerente general o de quien haga sus veces.

Para los representantes de los tenedores de bonos

Remisión de antecedentes complementarios: Los representantes de los tenedores de bonos remitirán a CONASEV los siguientes antecedentes, dentro de los diez días siguientes a la fecha del hecho que imponga la obligación de remitirlos:

- a) Copia de la escritura en que conste la designación de la persona encargada de recibir la cosa empeñada, si procediere.
- b) Las designaciones y las renunciaciones de los representantes de los tenedores de bonos.
- c) Los avisos de convocatoria a junta de tenedores y copia del acta de la junta.
- d) Copia del informe anual respecto a las relaciones mantenidas con el emisor.
- e) Copia de los documentos que den constancia de la sustitución o alzamiento parcial de las garantías de la emisión, y del alzamiento total de ellas cuando se hubiere pagado en su totalidad los bonos colocados, todo ello si procediere.
- f) Copia de la escritura pública de declaración de cancelación del empréstito, la que deberá ser otorgada por los representantes de los tenedores de bonos una vez que hayan sido pagados en su totalidad los bonos colocados.

- **Confección de informe anual:** Los representantes deberán emitir (se recomienda fijar una fecha única, el 31 de diciembre de cada año), un informe sobre las relaciones que durante el período hayan

mantenido con el emisor, distintas de las originadas por la emisión de bonos, el que deberá mantenerse en las oficinas del emisor a disposición de los tenedores de bonos.

NORMAS ESPECIFICAS PARA DE EFECTOS DE COMERCIO Y SU INFORMACION CONTINUA

Como se dijo al inicio de esta sección, el procedimiento para solicitar la inscripción será el mismo que se ha indicado para el caso de bonos, como asimismo sus antecedentes generales y adicionales y las disposiciones para la publicidad y remisión de información.

Pero hay especificidades propias de estos instrumentos, que tendrán que figurar en los antecedentes pedidos para la emisión e inscripción de los mismos. Por ejemplo, las emisiones de efectos de comercio pueden contemplar distintas modalidades. A continuación, a modo de ejemplo, se enumeran algunas de ellas:

-Monto de la inscripción: Esta podrá ser un monto fijo o una línea de efectos de comercio con vigencia por un período inferior a un año y con tasas de interés, reajuste y plazo a determinar en el momento de la colocación. Se entenderá como línea de efectos de comercio aquella en que el emisor se compromete a no sobrepasar un determinado monto adeudado por la emisión durante la vigencia de la inscripción.

-Tipo de reajustabilidad o indización: moneda extranjera o algún índice de precios específico, si correspondiera;

-Tasas de interés: Fijas o flotantes.

-Garantías: tales como certificados de almacenes generales depósito ²²; hipotecas sobre bienes raíces, prenda sobre maquinaria o vehículos; aval bancario; u otras garantías legales.

²². Usualmente, mal llamados "warrants". Los verdaderos "warrants" son opciones financieras que acompañan la emisión de bonos.

-Restricciones al emisor: La entidad emisora puede comprometerse a mantener determinados niveles de liquidez, endeudamiento, reparto de dividendos; o a permanecer durante ciertos períodos del año sin deuda por concepto de efectos de comercio, o a someterse a cualquier otra restricción que el mercado o ella misma se imponga.

OBLIGACION DE INFORMACION CONTINUA

Las entidades con emisiones de efectos de comercio vigentes, deberán remitir la siguiente información:

Estados financieros

Sin perjuicio de la obligación de presentar información financiera trimestralmente, la entidad emisora podrá obligarse a presentar estados financieros mensuales. En todo caso, deberá señalarse claramente en el prospecto la forma en que presentará información financiera.

Los estados financieros respectivos deberán remitirse a CONASEV, a las bolsas de valores en que estén inscritos los valores del emisor y a los intermediarios que participen en la colocación de los mismos que tengan mandato o convenio de colocación vigente.

Los estados financieros serán confeccionados de acuerdo a las normas y formato establecidos por CONASEV, y deberán presentarse dentro del plazo de treinta días contado desde la fecha de cierre del mes o trimestre correspondiente, acompañados de una declaración de responsabilidad respecto de la información proporcionada, firmada por el gerente general o quien haga sus veces y por el contador de la entidad emisora.

Información mensual sobre el estado y colocaciones de la emisión

Se deberá proporcionar a CONASEV información mensual respecto del estado de todas las emisiones de efectos de comercio vigentes o por colocar, así como de los montos y tasas de interés de las colocaciones efectuadas en el período. Esta información deberá

presentarse de conformidad a las instrucciones que imparta dicho organismo fiscalizador, a contar de la fecha de inscripción de la emisión en el Registro de Valores.

OTRAS CONSIDERACIONES:

Todas las detalladísimas disposiciones anteriores deben combinarse con criterios de flexibilidad en varios aspectos, por ejemplo los siguientes:

1. Las exigencias reglamentarias para la inscripción de los valores, con ser exigentes y detalladas, no deben ser tales que compliquen, rigidicen, dificulten o demoren excesivamente la inscripción, emisión y colocación de los valores. El propósito de esta sugerencia es permitir al emisor aprovechar oportunamente eventuales condiciones favorables de mercado.

2. Asimismo, las referidas exigencias legales y reglamentarias para la inscripción, emisión y colocación de efectos de comercio no ha de hacerse obligatoria siempre para todas y cada una de las eventuales emisiones; también aquí se requiere flexibilidad y criterio por parte de la legislación, a la luz de las condiciones propias de cada mercado, de cada emisor y, en particular, de cada tipo de inversionista.

Dicho de otro modo, no siempre los efectos de comercio tienen que ser de oferta pública: puede permitirse la oferta privada de tales instrumentos, por ejemplo, cuando la oferta se hace a determinados inversionistas (v. gr., los institucionales) y no a todo el público en general. En ese caso, el emisor podría no estar sujeto al cumplimiento de todas las disposiciones legales relativas a la entrega de información, sino a sólo un parte de la mismas; o los títulos podrían tener, por ejemplo, cortes mínimos diferentes de los usuales; o una relación mayor con los activos del emisor, u otras garantías, o cualquier otro criterio que exceptúe la oferta según el mercado al que esté dirigida.

IV. D. DISPOSICIONES NORMATIVAS RELATIVAS A CONTRATOS DE FUTUROS Y CAMARA DE COMPENSACION:

Normativa para la Cámara de Compensación:

1. La CC es la contraparte de todos los contratos de futuro (ya sean de compra o de venta), y de otros derivados que se instituyan posteriormente. En consecuencia, la Cámara administra, controla, liquida y salda operaciones, posiciones abiertas, cuentas corrientes, márgenes iniciales y diarios y saldos disponibles que efectúen y mantengan sus clientes, que son exclusivamente los corredores de bolsa que sea accionista de la CC ²³.
2. La CC es una sociedad anónima abierta (fiscalizada), autónoma, de objeto social exclusivo, que es el ya definido, y que en otros términos se puede redefinir como administrar riesgos. En la constitución de esta sociedad pueden concurrir como accionistas corredores de muchas bolsas de valores, bancos y otras entidades del mercado financiero. No se aconseja que concurra la bolsa propiamente tal, porque por su naturaleza una bolsa en cuanto tal (infraestructura para efectuar transacciones) no corre riesgo financiero alguno, al igual que, por ejemplo, un hipódromo. Por esa razón, no es prudente que una bolsa absorba, ni siquiera indirectamente o en algún grado, los grandes riesgos que corre una CC.
3. Precisamente por la razón anterior, la CC debe tener y mantener un capital mínimo acorde con las funciones que desempeña y los riesgos que corre (¿ US \$ 300.000, US \$ 400.000?). Además de eso, la CC debería destinar una proporción de las utilidades de cada ejercicio a constituir un Fondo de Contingencia, a fin de cubrir obligaciones pendientes de operaciones registradas en la Cámara.
4. El funcionamiento de la CC esté supervisado por el organismo fiscalizador del mercado de valores, que aprobará los reglamentos y normas que se dicten para su funcionamiento. Dicho organismo esta facultado asimismo para rechazar o proponer, dentro del plazo

²³. De hecho los corredores de bolsa que tratan con la CC son deudores solidarios de sus propios clientes, ante la misma.

que determine la ley, modificaciones a los proyectos de reglamentos y normas.

5. En general, la CC cumple las siguientes funciones:

- emitir y registrar los contratos de venta y de compra de futuros (y posteriormente, de otros derivados) y ser la contraparte de los mismos;
- recibir de los corredores los márgenes iniciales, tanto en dinero como en valores, correspondientes a las operaciones y acreditarlos en las respectivas cuentas corrientes.

Los márgenes los constituyen los contratantes con la CC para responder de sus obligaciones, especialmente la de cubrir las pérdidas que se produzcan en las operaciones de futuros. Dichos márgenes se podrán constituir transfiriéndole en dominio el dinero o valores, de los que la CC será titular; por lo tanto, la CC podrá hacer efectivo dichos márgenes cuando sea necesario, rindiendo cuenta como encargada fiduciaria de su contraparte.

- actualizar o revalorizar diariamente las posiciones abiertas de los clientes; para ello debe ajustar los márgenes, establecer las variaciones diarias de precios y debitará o acreditará a cada cuenta corriente las pérdidas o ganancias correspondientes;
- informar a los corredores de la falta o exceso de margen de sus clientes y de la necesidad de enterarlos, cuando corresponda; y de los saldos de las cuentas corrientes;
- ordenar a los corredores el cierre parcial o total de las posiciones abiertas de sus clientes por no cumplir éstos con los requerimientos de margen;
- liquidar, en la fecha de vencimiento, las posiciones abiertas del contrato que vence, disminuyendo el margen correspondiente y cargando o abonando las pérdidas o ganancias producidas, y

- otras que establezca la reglamentación interna de la CC, previa autorización de la entidad supervisora del mercado de valores.

7. Los contratos de futuro se entienden celebrados, entre la Cámara y cada una de las partes de la respectiva negociación, con el sólo registro de una operación en la CC. Los contratos registrados no se pueden transferir posteriormente: toda cesión, traspaso u otro acto similar se ejecutará mediante otro contrato.

8. Las garantías de cada contrato se liberarán cuando las operaciones se hayan liquidado por cumplimiento de sus condiciones. Si hubiera liquidaciones en parcialidades, las garantías se liberarán en forma proporcional a la liquidación.

9. Sin perjuicio de las facultades que la ley pueda conceder a CONASEV, el tribunal arbitral de la CC podrá aplicar a los corredores que operen en ella sanciones de amonestación, multas (cuyo monto habrá que establecer) a beneficio del fondo de contingencia, suspensión temporal (hasta períodos que también habrá que establecer) y expulsión. Desde luego, las sanciones serán apelables en la forma y plazo que establezca la CC.

10. Por supuesto, la ley deberá establecer también las figuras de las infracciones, como por ejemplo,

- No cumplir las obligaciones derivadas de los contratos registrados y transados por intermedio de la CC;

- No constituir oportunamente los márgenes generales o especiales de los contratos, o no constituir las garantías particulares determine la CC.

- Proporcionar a la CC información incompleta o errónea sobre los contratos que intermedian o sobre su situación financiera.

- Infringir las normas de operación que la CC hubiera establecido en su estatuto o en su reglamento interno.

Naturaleza de los contratos iniciales:

En general es aconsejable que una bolsa de valores comience sus operaciones de futuro con contratos de futuros de monedas, dado que se trata de un derivado muy demandado, y fácil de entender porque su activo subyacente es una divisa (un bien físico) y porque tiene el antecedente muy conocido de los contratos forward de divisas.

Luego de que este futuro sea bien usado y comprendido, se pueden introducir los futuros de índices accionarios, y posteriormente, cuando el mercado haya alcanzado la suficiente experiencia, profundidad y madurez, los futuros de tasas de interés. Esa es, por lo demás, la secuencia histórica en que han ido apareciendo los futuros en las bolsas de valores desarrolladas.

Las principales características específicas de los contratos son las siguientes (los valores y montos sólo cumplen fines ilustrativos o de ejemplificación):

Futuros de divisa (por ejemplo, dólar):

- Monto típico del contrato: US\$ 10.000;
- Los contratos vencen en los meses de enero, marzo, mayo, julio, septiembre y noviembre. El vencimiento se produce el tercer miércoles de esos meses (si ese día es feriado se cambia al jueves);
- El margen inicial ante la Cámara de Compensación es de un 15% del valor del contrato; ante el corredor suele ser de 5%;
- La máxima variación diaria de precio diaria es de 15% en relación al precio de cierre del anterior día hábil bursátil.

Máximos intereses abiertos o vigentes:

Bolsa:	20.000	contratos
Corredor:	1.000	contratos
Cliente:	300	contratos

Futuros de índice bursátil:

- El monto típico del contrato podría ser de 2.000 veces el índice (corregido por dividendos); se puede imponer el requisito de que cada transacción sea de al menos tres contratos;
- Se pueden fijar vencimientos para todos los meses del año;
- El día de finiquito (vencimiento) de estos futuros puede ser el antepenúltimo día hábil bursátil de cada mes;
- Los contratos pueden tener un plazo máximo de tres meses al vencimiento;
- El margen inicial es de un 25% del valor del contrato;
- La máxima variación de precio diario aceptada es 15% en relación al precio de cierre del día hábil bursátil anterior.

Máximos intereses abiertos o vigentes:

Bolsa: 10 veces la suma de los patrimonios de los corredores
Corredor: 10 veces su patrimonio
Cliente: 500 contratos

IV. E. DISPOSICIONES NORMATIVAS RESPECTO DE MUTUOS HIPOTECARIOS ENDOSABLES:

El contrato de mutuo

1. Una alternativa muy interesante para el desarrollo de los mutuos hipotecarios endosables es que los otorguen las compañías de seguros. Para eso, debe tratarse de mutuos que tengan por objeto la adquisición, construcción, ampliación o reparación de viviendas urbanas, amén de cumplir otros requisitos que la ley pueda imponerles. Los préstamos podrán otorgarse por plazos entre uno y treinta años, por años completos.

Al mismo tiempo, las compañías de seguros pueden adquirir mutuos, para respaldar su patrimonio libre y hasta el 30% de sus reservas técnicas y de su patrimonio de riesgo. También pueden hacerlo, autorizados por ley, los otros inversionistas institucionales.

2. Los mutuos hipotecarios deberán extenderse, por escritura pública, a la orden de personas naturales, y estarán garantizados con primera hipoteca sobre la propiedad del deudor. La hipoteca debe estar inscrita en el registro público que corresponda, sin lo cual no tendrá valor alguno ni regirá su fecha sino desde la inscripción y no de su otorgamiento. Tanto el mutuo como la citada hipoteca se otorgarán conjuntamente.

3. Los derechos del acreedor serán transferibles mediante anotación al margen o al dorso de la copia autorizada de la escritura pública respectiva. La cesión del crédito implica cesión de las garantías, derechos y privilegios del acreedor, y el cedente sólo responderá de la existencia del crédito.

4. El endoso se anotará al margen de la inscripción hipotecaria de la propiedad entregada en garantía, con los nombres, apellidos o razón social y domicilio del endosatario, la fecha en que se haya extendido y la firma del cedente. Es recomendable que los mutuos se transfieran como unidad (y no como participación sobre ellos).

5. Mientras estén vigentes las obligaciones de pago del mutuo, el mutuuario contratará un seguro de incendio y de riesgos que convengan las partes, por el valor total del inmueble hipotecado; y un seguro de desgravamen por el saldo insoluto del préstamo concedido por el mutuante.

La póliza de seguro de desgravamen será extendida a favor del acreedor del mutuo y la póliza de incendio a favor del propietario del inmueble, quien podrá designar como beneficiario al acreedor del mutuo.

6. Si el deudor no cumple lo anterior, facultará al acreedor para ordenar al agente administrador de mutuos pagar las primas de los seguros y los impuestos pertinentes, con cargo al deudor. El acreedor también podrá exigir el pago anticipado del crédito insoluto concedido al deudor.

Nótese que aquí se ha hecho referencia a un agente administrador de mutuos, lo cual quiere decir que las compañías de seguros no administran mutuos directamente sino a través de un agente registrado para ello ante el organismo supervisor de las compañías. El contrato y funciones del agente se verán luego.

7. En los contratos de mutuos que suscriban o adquieran los inversionistas institucionales se estipulará que los inmuebles en garantía no podrán ser gravados o enajenados sin el consentimiento previo del acreedor, hasta al pago total de la deuda.

8. La ley deberá prohibir la concesión de créditos o la modificación de los otorgados, a personas relacionadas con el inversionista o con el agente administrador de mutuos, en términos más favorables en cuanto a montos, plazos, tasas de interés, garantías u otras condiciones acordadas con terceros en operaciones similares, o adquiridos de personas relacionadas en los términos señalados.

9. Los contratos de mutuos contendrán las siguientes estipulaciones mínimas:

a) Individualización de las partes del contrato y del agente administrador del mutuo respectivo.

b) Obligación del mutuario de pagar al agente administrador la deuda en los dividendos mensuales iguales y vencidos que fije el mutuo, los que comprenderán solamente amortización e interés.

c) Monto y plazo del préstamo y tasa de interés pactada.

d) Facultad del deudor de pagar anticipadamente todo o parte de la deuda, con indicación de que aquél estará afecto sólo al pago proporcional del interés correspondiente a los tres siguientes meses en que debieron haberse devengado. Dicha proporción equivaldrá al cociente entre el monto de la amortización en favor del acreedor y el saldo adeudado a la fecha del prepago.

El deudor podrá reembolsar anticipadamente el total o al menos el 10% del monto inicial del préstamo.

e) Lugar en que se hará el pago. Cualquier modificación de éste se comunicará en carta certificada al domicilio del deudor, con la anticipación que fije la ley. El cambio de lugar de pago sólo podrá hacerse a otro en la misma ciudad, salvo acuerdo escrito entre el agente administrador y el deudor.

Agentes administradores de mutuos hipotecarios

10. El otorgamiento y la administración de los mutuos se llevará a cabo por intermedio de un agente administrador de mutuos hipotecarios. Los agentes administradores serán personas jurídicas cuyo giro específico sea otorgar y administrar mutuos hipotecarios, sin perjuicio de desarrollar otras actividades dentro del negocio inmobiliario. Deberán inscribirse en el registro que llevará CONASEV para el efecto.

Entre tales agentes podrán contarse los bancos y financieras, que no estarán obligadas a inscribirse en el referido registro, pero deberán cumplir todos los demás requisitos y obligaciones que la ley establezca para los agentes en esta norma.

11. Para inscribirse en el registro los administradores presentarán los siguientes antecedentes :

- copia de la escritura de constitución de la sociedad y de las que lo hubieren modificado, cuando haya lugar, debidamente legalizadas y acreditación de la publicación de su extracto en el Diario o Gaceta Oficial.

- copia de la inscripción social en el Registro de Comercio, con indicación de todas sus anotaciones y certificado de vigencia.

- informe de la constitución legal y capacidad de la sociedad para registrarse como agente administrador, donde destaque el estudio de los títulos.

12. Por su parte los directores, administradores y gerentes del agente que solicita inscripción deberán cumplir en todo momento con los siguientes requisitos, los que acreditará ante CONASEV a la inscripción:

- ser mayor de edad y tener la libre administración de sus bienes;

- tener intachables antecedentes comerciales;

- no estar afecto a las inhabilidades e incompatibilidades que fije la ley, como por ejemplo,

- hallarse procesado o haber sido condenado por delito que merezca pena aflictiva;

- ser fallido no rehabilitado.

- no haber sido sometido a sanciones administrativas por los organismos que fiscalizan el sector financiero;

13. Los agentes deberán contratar una póliza de seguros que establezca el organismo fiscalizador pertinente, que cubrirá el correcto y cabal cumplimiento de las obligaciones del agente y los perjuicios que con ocasión de las mismas pudiera causar al

deudor del mutuo. La suma asegurada deberá mantener una relación, fijada por ley, con el valor total de las primas anuales de los seguros de incendio y desgravamen a que ya se ha hecho referencia.

14. Los agentes serán responsables del cumplimiento de los contratos y garantías, para lo cual verificarán

- la identidad y capacidad legal de las personas que contraten por su intermedio;
- la autenticidad e integridad de los mutuos que administren;
- Y
- el cumplimiento de los requisitos establecidos para el endoso.

Funciones de los agentes:

- recolectar y evaluar los antecedentes del interesado, y
- recolectar y evaluar los antecedentes del interesado y efectuar el estudio de los títulos y las tasaciones de las propiedades entregadas en garantía.
- verificar la idoneidad y corrección de las evaluaciones y tasaciones de los inmuebles, según criterios que establecerá o haya establecido la ley;
- velar, con los medios a su alcance, por que estas evaluaciones midan correctamente el valor comercial de la garantía y la capacidad de pago del deudor;
- velar por que el monto máximo del préstamo no exceda del 80% del valor de tasación del inmueble hipotecado. En caso de compraventa de bienes raíces en segunda transferencia, dichos préstamos tampoco excederán tal porcentaje, o del 80% el precio de venta del inmueble, si aquel precio fuera inferior al valor de tasación. El reglamento de la ley señalará los antecedentes mínimos de que debe disponer el agente para efectuar la evaluación

del solicitante del préstamo y conocer el valor comercial de la garantía.

- redactar la escritura pública en que constarán el préstamo y su garantía del mismo;

- efectuar los trámites para las inscripciones que correspondan, así como las de cancelaciones y alzamientos de hipotecas.

- otorgar los mutuos por cuenta propia o de su mandante;

- percibir los dividendos y las primas de los seguros, cuando sea el caso, a que se encuentra obligado el deudor, y efectuará la cobranza en caso de no pago de los mismos;

- pagar oportunamente las primas de seguro que recaude.

- entregar al acreedor del mutuo los pagos ordinarios y extraordinarios efectuados por los deudores.

- retasar la garantía hipotecaria cuando sea necesario, según las normas y procedimientos que al efecto disponga CONASEV;

- informar al acreedor todo hecho que afecte sus intereses y que se refiera a los deudores, con los antecedentes a que haya lugar.

- mantener actualizado un registro de mutuos y de sus transferencias en el que deberán anotarse, a lo menos, los siguientes antecedentes:

- individualización del deudor;

- condiciones del préstamo: fecha de otorgamiento, monto, plazo, tasa de interés y fecha de pago del primer dividendo.

- registro de acreedores: secuencia de los endosos de que ha sido objeto el mutuo hasta su actual propietario, indicando en cada oportunidad la fecha, el precio de venta y tasa interna de retorno resultante (TIR), así como otras modificaciones al contrato.

- gravámenes autorizados por el acreedor.
- información relativa al préstamo, a la evaluación del deudor y de sus garantías.
- mantener información actualizada del saldo insoluto de la deuda, y de los dividendos impagos de cada uno de los deudores y del estado de su cobranza.
- custodiar y guardar reserva de los antecedentes reunidos con motivo del otorgamiento y administración del mutuo. Esta información es reservada y pertenece al acreedor, sin perjuicio de que el agente pueda remitirla a CONASEV en la forma y oportunidad que ésta requiera y de difundir la información que ésta determine.
- comunicar a CONASEV dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha en que ocurran hechos como los siguientes:
 - cambio de su domicilio registrado;
 - una modificación del pacto social, acompañando copia legalizada de las escrituras públicas en que conste su inscripción en el Registro de Comercio y publicación en el Diario Oficial; cambio de directorio o administración.

El contrato de administración

15. La Ley definirá los cobros que el agente podrá hacer al deudor, tales como los siguientes gastos:

- notariales,
- los de la primera tasación,
- los de estudio de títulos,
- los de inscripción hipotecaria e impuestos correspondientes al otorgamiento y cancelación del mutuo o sus modificaciones, sin perjuicio de los gastos de cobranza en caso de mora.

- otros que la ley pueda estimar pertinentes.

16. En caso que el acreedor del mutuo no fuera un agente, deberá mantener siempre vigente un contrato de administración, esencialmente revocable, con alguno de éstos. En este contrato deberán convenirse las funciones, obligaciones, prohibiciones y derechos de las partes, en la forma que determine la ley, sin perjuicio de establecer libremente otros adicionales.

Toda vez que se termine el contrato de administración de un agente, el acreedor designará un nuevo agente, e informará de ello por escrito al deudor.

17. El o los contratos de administración obligarán al agente a recaudar por cuenta del acreedor los dividendos y primas, cuando correspondan, a que se haya obligado al deudor; y de enterar estas últimas oportunamente en las compañías de seguros correspondientes en la forma convenida en los mutuos respectivos. Los contratos indicarán también la remuneración que el acreedor deba al agente por el desempeño de su cometido; e incluirán el derecho del acreedor a confirmar la fidelidad de la información que deba proporcionar el agente.

IV. F. DISPOSICIONES NORMATIVOS SOBRE SECURITIZACION DE ACTIVOS:

I. Un aspecto legal esencial: la cesión de las acreencias, flujos o activos a securitizar.

La securitización requiere la cesión cabal, por parte del originador, de las acreencias al securitizador: éste deberá validar y perfeccionar sus derechos sobre dichas acreencias, en cuyo caso éstas deberán serle cedidas con todos los derechos sobre ellas (sin responsabilidad por parte del originador, que pierde todo su dominio sobre ellas).

Las razones por las cuales la cesión de acreencias debe constituir una venta cierta son dos características o ventajas básicas, ya mencionadas, de la securitización:

a) una de tales ventajas es que la cesión de activos libera capital y márgenes de endeudamiento, para lo cual es esencial que tales activos salgan efectivamente del balance del originador o cedente y pasen a ser propiedad del securitizador o cesionario.

b) la otra ventaja es que el bono emitido por el securitizador se puede estructurar específicamente para satisfacer las necesidades de plazos, tasas, impuestos o riesgos de un inversionista determinado. Pero si no hay una separación nítida entre el riesgo de crédito del originador y el del securitizador, mal podrá la clasificación del bono ser superior a la de los activos originales, sobre todo si la de éstos no era óptima. O será mejor a un costo muy alto en resguardos y garantías.

II. Una posible solución: la constitución de patrimonios separados:

Entre las posibilidades para implementar la securitización posibles en un sistema de derecho latino, muy distinto del sajón en que éste se originó, se podría considerar un consorcio o "holding" de sociedades securitizadoras: siguiendo el modelo

americano, se podría hablar de una sociedad emisora única por cada originador, bajo la administración central (pasiva) de una matriz de todas ellas. Este esquema es recomendable por lo sencillo, pero cabe hacer presente que la sociedad securitizadora miembro del consorcio tendría un patrimonio mas bien nominal, cosa inusual en la legislación latina (que suele fijar un patrimonio mínimo para las sociedades de objeto exclusivo); y, además, habría que establecer la separación de activos y pasivos ("separación de patrimonios") no sólo para cada una de las sociedades securitizadoras entre sí, sino entre ellas y su matriz, sea ésta el originador o no.

A pesar de que, como hemos dicho, es recomendable que haya una sociedad securitizadora por cada cartera de acreencias a securitizar (que es lo más semejante al esquema sajón), es probable que la jurisprudencia latina prefiera crear una sola sociedad securitizadora con varias carteras de acreencias. Esta solución presenta un problema esencial: los inversionistas de los títulos emitidos contra las distintas carteras tendrían un patrimonio único contra el cual podrían reclamar derechos; en caso de que entrara en cesación de pagos uno de los originadores ¿cómo separar los derechos correspondientes a cada tipo de instrumento? o dicho de otro modo, ¿por qué los compradores de un bono que entró en falencia habrían de pagarse con los flujos correspondientes a originadores solventes?

Para esto habría alternativas tales como establecer preferencias o prelaciones de créditos, lo cual es discutible porque ello implica muy probablemente alterar las ya establecidas por el derecho general; si ellas ya han sido establecidas en una jurisprudencia general, ello implicaría dictar normas especiales para cada tipo de cartera y sus correspondientes preferencias, y de todos modos sería una solución jurídicamente ineficiente e insuficiente.

La alternativa más factible es establecer y fiscalizar una completa y total separación de activos y pasivos ("separación de patrimonios") para cada una de las carteras y valores respaldados por ella que haya emitido el securitizador. La norma podrá disponer, pues, la creación de tantos patrimonios de afectación como emisiones se efectúen.

III. Disposiciones legales específicas:

La sociedad y su objeto:

1. La sociedad securitizadora deberá ser una sociedad anónima abierta (fiscalizada y con obligación de entregar información pública), cuyo objeto exclusivo será la adquisición de los créditos que defina el reglamento y la emisión de títulos de deuda, de corto o largo plazo.

Los recursos obtenidos de la colocación de los bonos se transferirán al originador de los créditos; la sociedad securitizadora cobrará al deudor original los flujos de las acreencias securitizadas, los que a su vez se destinarán al pago de los bonos emitidos.

Esta sociedad deberá comprobar ante CONASEV un capital pagado no inferior a un cierto monto razonable, por ejemplo, US \$ 200.000 ó US \$ 300.000, alguna parte del cual (¿la mitad?) no podrá estar afecto a gravámenes, prohibiciones o embargos. CONASEV determinará los activos en que se podrá invertir dicho patrimonio, y establecerá la relación máxima de endeudamiento que podrá tener el patrimonio común.

Toda vez que el patrimonio común no cumpla estas disposiciones, la sociedad estará obligada a completarlo dentro del plazo razonable que fijará la ley. Si así no lo hiciere, CONASEV le revocará la autorización de existencia y se procederá a la liquidación de la sociedad.

2. La sociedad securitizadora podrá adquirir letras hipotecarias, mutuos hipotecarios y otros créditos que autorizará la ley o el organismo fiscalizador, todos los cuales deberán tener el carácter de transferibles.

Con el fin de evitar conflictos de intereses y relaciones de control, las sociedades securitizadoras no deberían tener en sus patrimonios separados más de un 50% de activos originados o vendidos por un mismo banco o sociedad financiera. Este límite se reducirá considerablemente para cada patrimonio separado, cuando

el banco o financiera en cuestión sea persona relacionada (ligada por relaciones patrimoniales) a la sociedad securitizadora.

El patrimonio separado:

3. El concepto de patrimonio separado es, como se dijo, una posible solución jurídica en el caso de que haya una sola sociedad securitizadora con varias emisiones de bonos respaldados por diferentes carteras de activos. En ese concepto, cada emisión de bonos que haga la sociedad origina un patrimonio de afectación, separado del patrimonio propio de la securitizadora. Esta no podrá gravar ni enajenar los bienes que conformen un patrimonio separado.

La sociedad debe llevar un registro especial por cada patrimonio separado que constituya; y llevará también separadamente la contabilidad del patrimonio común y las de cada uno de los patrimonios separados que la sociedad administre.

4. Es importante que la ley fije restricciones y resguardos a los patrimonios separados, como que sólo puede perseguirse el pago de las obligaciones que provengan de los títulos de deuda emitidos con cargo a un determinado patrimonio de afectación, sin perjuicio de las excepciones que pudiera establecer la ley. En otras palabras, sólo pueden recurrir contra un patrimonio de afectación los tenedores de bonos que se hubieran emitido representando tal patrimonio; pero no pueden recurrir contra el patrimonio separado de otra emisión, o, salvo excepciones que deberá establecer la ley, contra el patrimonio común de la sociedad.

En consecuencia, los acreedores del patrimonio separado son exclusivamente, por definición, los tenedores de títulos de deuda que integran la emisión respectiva y, si los hubiera, el custodio o administrador de los valores del patrimonio²⁴, y el representante de los tenedores de los bonos, por eventuales honorarios impagos. Por ejemplo, en la escritura de emisión de los bonos de securitización se podrá autorizar a los tenedores de los mismos

²⁴. Al respecto véase la sección sobre emisiones de títulos de largo plazo, en este mismo capítulo. Allí se define la función de este custodio.

(acreedores del patrimonio separado) a cobrar al patrimonio común el saldo adeudado de sus créditos, concurriendo así junto con los demás acreedores generales.

5. Del mismo modo, los acreedores generales o valistas de la sociedad no podrán hacer efectivos sus créditos en los bienes que conformen los patrimonios separados constituídos por la securitizadora, ni afectarlos con gravámenes, prohibiciones, medidas precautorias o embargos, sino sólo cuando integren el patrimonio común en los casos que haya previsto la ley (quiebras, disoluciones, traspasos de administración).

6. Con la aprobación del representante de los tenedores de bonos, la sociedad securitizadora podrá traspasar bienes del patrimonio separado a su patrimonio común, en la forma que se establezca en los contratos de emisión, siempre que los activos del patrimonio separado excedan los márgenes establecidos en dicho contrato. Si el representante de los tenedores de títulos de deuda no lo autorizara, la sociedad podrá recurrir al tribunal arbitral que se haya establecido en el contrato de emisión de los bonos, y en la forma que en él se establezca.

Por cierto, el representante de los tenedores de bonos no podrá denegar el retiro desde el patrimonio separado respectivo, del dinero para solventar los impuestos o sanciones tributarias que se originaren en la gestión de dicho patrimonio separado, o que afectaren a los activos o títulos de deuda del patrimonio separado.

En todo caso, una vez pagados los bonos emitidos contra un patrimonio separado, los activos y pasivos remanentes pasarán al patrimonio común de la sociedad.

7. La sociedad securitizadora podrá administrar directamente los patrimonios separados que se hubieren generado, o encargar esta gestión a un banco, sociedad financiera, u otras entidades que autorice CONASEV. Con todo, los títulos de crédito y valores que integren el activo de los patrimonios separados deberán ser entregados en custodia a bancos, sociedades financieras, empresas de depósito y custodia de valores u otras entidades autorizadas por ley.

En los casos anteriores, el costo de administración y custodia de los patrimonios separados, la remuneración del representante de los tenedores de bonos y demás gastos necesarios que se indiquen en la escritura de emisión, serán de cargo de dichos patrimonios, debiendo constar en la misma escritura los montos máximos a cobrar.

El contrato de emisión:

8. El contrato de emisión de los títulos de deuda de la sociedad securitizadora deberá contener normas especiales sobre:

- Custodia de los títulos representativos de las inversiones de los patrimonios separados;
- administración de los eventuales excedentes que se generen en la administración de los patrimonios separados;
- plazos y procedimientos para el eventual rescate anticipado de los bonos, y para la sustitución de los bienes del activo del patrimonio separado, en el caso de que los créditos que lo integren fueran, por cualquiera razón, pagados anticipadamente por el deudor;
- medios, periodicidad, contenido y forma de comunicación de la sociedad con los tenedores de títulos;
- opción del acreedor a cobrar, con cargo al patrimonio común de la sociedad, el eventual saldo impago de su crédito.

Otras materias:

9. Corresponderá a CONASEV regular materias relativas a:

- Calces de plazos, monedas, índices, sistemas de amortización y relación que debe existir entre los títulos de deuda que se emitan y los bienes del correspondiente patrimonio separado;
- el contenido mínimos que los contratos de administración de los bienes que conformen el activo de los patrimonios

separados;

- normas a que debe sujetarse la contabilidad del patrimonio común y de cada uno de los patrimonios separados, y

- obligaciones de información que del representante de los tenedores de bonos, y de la sociedad emisora, con los inversionistas, el mercado y la propia CONASEV.

Quiebra de los patrimonios:

10. CONASEV podrá revocar la autorización de existencia de las sociedades securitizadoras, de acuerdo a sus facultades o en caso de administración culpable o fraudulenta.

11. La quiebra de la sociedad sólo afectará a su patrimonio común y no originará la quiebra de los patrimonios separados que haya constituido. Estos últimos no pueden ser declarado en quiebra en caso alguno; sólo entran en liquidación cuando concurra respecto de él alguna de las causales que hubieren dado lugar a la quiebra.

En todo caso, la quiebra de la sociedad emisora y de su patrimonio común implicará la liquidación del o de los patrimonios separados que haya constituido; pero la liquidación de uno o más de éstos no generará la quiebra de la sociedad, ni la liquidación de los otros patrimonios separados.

Si la sociedad fuere declarada en quiebra, la junta de tenedores de títulos de deuda designará a la persona que administrará y liquidará los patrimonios separados, cuya enajenación, traspaso o liquidación podrá decidirse como unidad patrimonial, que es lo más eficiente, o en parcialidades. El liquidador ejercerá el giro hasta que se logre la liquidación del patrimonio o hasta que se extingan los activos que lo conforman.

12. La administración y custodia continuará aplicándose a los activos sujetos a ellos, mientras no sean liquidados, es decir, la liquidación de un patrimonio separado no implica el término automático de los correspondientes contratos de administración

o de custodia, sin perjuicio de la facultad del liquidador para ponerles término.

Los gastos de la liquidación de un patrimonio separado se pagarán con cargo a los bienes que lo integran o con los bienes del patrimonio común cuando ello se origine por quiebra de la sociedad securitizadora; para tal efecto éstos se considerarán como créditos valistas.

13. Cuando un patrimonio separado sea declarado en quiebra, el liquidador citará a junta extraordinaria de tenedores de bonos, a fin de que resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio. Dichas normas comprenderán las siguientes materias:

- la transferencia del patrimonio separado como unidad patrimonial a otra sociedad del mismo giro;
- las modificaciones al contrato de emisión, que podrán referirse a la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos, procedimientos o condiciones iniciales;
- forma de enajenación de los activos del patrimonio separado;
- la continuación de la administración del patrimonio separado hasta la extinción de los activos que lo conforman, y
- cualquier otra materia que determine la junta relativa a la administración o liquidación del patrimonio separado.

14. Para la toma de los citados acuerdos CONASEV dictaminará los quorum que se requerirán; hay materias, como las modificaciones al contrato de emisión, que por su naturaleza requieren un quórum muy estricto, por ejemplo, de dos tercios de los títulos emitidos y en circulación.

La tributación de la sociedad securitizadora:

15. Aquí hay una oportunidad para incentivar determinados desarrollos, como por ejemplo, el del sector vivienda. Si esto se considerara conveniente, se podría establecer que la emisión de bonos hecha por la sociedad securitizadora quede exenta de algún impuesto específico (puede ser el de Timbres y Estampillas), cuando el activo del patrimonio separado en cuestión esté constituido por mutuos hipotecarios endosables.

16. El pago de las obligaciones tributarias de la sociedad, fuere cual fuere su naturaleza u origen, será de responsabilidad exclusiva de su patrimonio común y no de la de los patrimonios separados que haya creado o formado.

Para fines tributarios no debería entenderse por renta la diferencia entre el valor de adquisición de un crédito securitizado y el valor nominal de éste. Sólo se entenderá por renta tal el resultado de comparar el costo de adquisición del crédito (que puede estar indizado o corregido monetariamente), con el de su recuperación parcial o definitiva al efectuarse el cobro efectivo del mismo; o su valor de enajenación, si correspondiere.

**RELACION DE PROYECTOS DE ASISTENCIA TECNICA Y CAPACITACION BRINDADOS
POR EL PROYECTO PAPI AL GOBIERNO PERUANO**

I. ASISTENCIAS TECNICAS

	Nombre del Estudio	Entidad Solicitante	Año (**)
1*	Política arancelaria.	MEF	1991
2*	Política financiera.	MEF	1991
3*	Política sobre hidrocarburos.	MEF	1991
4*	Deuda externa.	MEF	1991
5*	Actividad empresarial del Estado.	MEF	1991
6*	Simplificación de procedimientos administrativos de comercio exterior.	MEF	1991
7*	Programa de inversión pública.	MEF	1992
8*	Relación de organismos multisectoriales y países donantes.	MEF	1992
9*	Revisión y propuesta de modificación de dispositivos legales que rigen la organización y funcionamiento del Poder Ejecutivo.	SGPR	1992
10*	La reinserción del Perú en el sistema internacional	SGPR	1992

1991

	Nombre del Estudio	Entidad Solicitante	Año (**)
11*	Financiamiento del comercio exterior	MEF	1992
12	Estudio de la minería informal y medio ambiente en la zona de Ica - Arequipa y diseño de propuestas	M.Energía y Minas	1994
13	Mecanismos de comercialización de productos agrícolas I	M.Agricultura y MEF	1994
14	Nuevos instrumentos financieros para el mercado de valores peruanos	CONASEV-SAFP	1994
15	Factores que afectan la competitividad del sector exportador peruano	MEF	1994
16*	Metodología para obtener indicadores de evasión fiscal en empresas del sector industrial mediante la aplicación de técnicas insumo-producto	SUNAT	1994
17	Evaluación de los registros y autorización administrativa para la formalización de empresas.	MITINCI	1994
18	Estudio para la modernización progresiva de los Registros Públicos.	M.Justicia	1994
19	Reforma del proceso de comercialización de productos agrícolas II	M. Agricultura	1994
20*	Análisis de los circuitos de comercialización e informalización de producción - venta	SUNAT	1994
21*	Proyecto de aplicación piloto de la técnica insumo-producto para la obtención de indicadores de evasión fiscal en la industria	SUNAT	1994

56

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
40	Seminario Educativo para el Pequeño Inversionista. <ul style="list-style-type: none"> • Arequipa • Trujillo • Chiclayo • Lima 	CONASEV	1997
41	Proyecto de sistematización de la experiencia en conciliación para la Comisión de Protección al Consumidor (CPC) del INDECOPI.	INDECOPI	1997
42	Programa de capacitación en gestión pública	PCM	1997
43	Indecopi Educa II: <ul style="list-style-type: none"> • Huancayo • Trujillo • Iquitos • Puno • Ayacucho • Abancay • Tarapoto 	INDECOPI	1997
44	Lineamientos para el desarrollo de una política de comunicación para el INDECOPI	INDECOPI	1997

(*) El estudio no ha sido reproducido

(**) Año de culminación del estudio.

(***) Los documentos repartidos en las capacitaciones y programas de difusión no han sido reproducidos.

	Nombre del Estudio	Entidad Solicitante	Año (**)
36*	Evaluación del programa de focalización del gasto social básico - salud	M.Salud	1996
37	Estrategia sectorial para las negociaciones comerciales del Perú con los países del MERCOSUR.	M.Agricultura	1996
38	Evaluación de la situación del mercado de tierras y tenencia en el país.	M.Agricultura	1996
39	Sistema de investigación y extensión agraria.	M.Agricultura	1996
40	Estrategias para el desarrollo del mecanismos de subcontratación y formación de consorcios aspecto normativo.	MITINCI	1996
41	Estrategias para el desarrollo del mecanismos de subcontratación y formación de consorcios : Aspecto organizativo.	MITINCI	1996
42*	Reorganización administrativa y funcional del Ministerio de Pesquería : Dependencias regionales y organismos descentralizados del Ministerio de Pesquería	M.Pesquería	1996
43*	Estudio,diseño e implementación de la política de aplicación de la Legislación Antimonopolios en el Perú.	INDECOPI	1996
44*	Mejoramiento de la gestión presupuestal en el MINSA	M.Salud	1996
45	Mecanismo de coordinación para el desarrollo de la actividad turística en el Perú.	MITINCI	1996

	Nombre del Estudio	Entidad Solicitante	Año (**)
46	Diseño de un régimen tributario para el sector agropecuario.	MEF, SUNAT, M.AGR	1996
47	Desarrollo industrial y uso sostenido del ambiente, fase II.	MITINCI	1996
48	Política de capacitación para el Sector Público.	PCM	1996
49	Proyecto de Simplificación Administrativa e Información Ciudadana.	PCM	1996
50	Proyecto de modernización del Régimen Único de Licitaciones y Contratos de Obras Públicas (RULCOP) y del Reglamento Único de Adquisiciones (RUA).	MEF y PCM	1996
51*	Proyecto para el mejoramiento de la producción y difusión de estadísticas laborales	M.de Trabajo	1997
52*	Estudio técnico-legal de los problemas de adulteración, falsificación y piratería de productos industriales.	MITINCI -INDECOPI	1997
53*	Marco institucional en que se desarrolla la labor de la Comisión de Protección al Consumidor	INDECOPI	1997
54*	Marco regulatorio del sistema de acreditación de organismos de marcas de conformidad y organismos de inspección.	INDECOPI	1997
55*	Diseño del sistema arbitral especial de la propiedad de vivienda	MTCVI	1997
56*	Simplificación del proceso de titulación de propiedades	MTCVI	1997
57*	Nuevos instrumentos financieros: Derivados financieros	CONASEV	1997

130

	Nombre del Estudio	Entidad Solicitante	Año (**)
58	Edición del estudio aspectos organizativos en diseño de estrategias de desarrollo de mecanismos de subcontratación y formación de consorcios.	MITINCI	1997
59*	Modificación de las técnicas de muestreo para las estadísticas laborales	M.Trabajo	1997
60*	Empleo Rural: Principales problemas en metodología de medición y políticas de acción	M.Trabajo	1997
61*	Diseño de un programa de recompra y canje de deuda por proyectos sociales	MEF	1997
62*	Programa de asistencia técnica a las cajas rurales de ahorro y crédito	COFIDE	1997
63	Necesidades de las oficinas descentralizadas del Indecopi (ODI)	INDECOPI	1997
64	Política de información y promoción de la libre competencia y la protección de la propiedad industrial a los agentes intermediarios y productores de servicios	INDECOPI	1997

II. CAPACITACION (***)

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
II.A	<u>CAPACITACIONES EN EL EXTERIOR.</u>		
1	Aspectos económicos y operativos de la Banca Central.	BCR	1994
2	Optimización del manejo de reservas.	BCR	1994
3	U.S. Money and Capital Markets.	CONASEV	1994
4	Derivative instruments: strategies, trading and valuation.	CONASEV y SAFP	1994
5	Futures Markets.	CONASEV y SAFP	1994
6	Mergers and acquisitions.	CONASEV y SAFP	1994
7	Project Appraisal: techniques for realizing financially viable projects.	MEF	1994
8	Securities clearance, settlement and accounting.	CONASEV	1994
II.B	<u>CAPACITACIONES Y PROGRAMAS DE DIFUSION LOCALES.</u>		
1	Capacitación a capacitadores de directores de escuelas	M.Educación	1994

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
2	<p>Capacitación en políticas para el desarrollo de la pequeña y microempresa:</p> <p>2.1 Crédito a microempresas, la experiencia del Banco Sol de Bolivia</p> <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Lima. • Evento en Arequipa. <p>2.2 La experiencia de aglomeraciones de pequeña y microempresas en Vale Dos Sinos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Lima • Evento en Trujillo <p>2.3 Herramientas de servicios para la pequeña Empresa</p> <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Lima • Evento en Cajamarca <p>2.4 Coordinación Institucional para el desarrollo de la pequeña empresa</p> <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Lima • Evento Cuzco <p>2.5 El Papel de las pequeñas empresas en EE.UU. y la experiencia del centro de servicios para las pequeñas empresas de la Universidad Intern. de la Florida.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Lima • Evento en Piura 	MITINCI	1994

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
3.	Conf. sobre la cooperación regional en el manejo de los residuos sólidos y peligrosos en países en desarrollo.	MITINCI	1994
4.	<p>Programa de capacitación en administración de rentas municipales</p> <p>4.1 Forum "Finanzas Municipales", municipios participantes: Jesús María, San Miguel, Surquillo, Lince, Surco, Lima Metropolitana, Sta. Rosa, San Bartolo y San Borja.</p> <p>4.2 Forum "Finanzas Municipales", municipios participantes: Ventanilla, Carabaylo, Villa María del Triunfo, Villa El Salvador, Trujillo y Chiclayo.</p> <p>4.3 Curso "Adm.de Rentas Municipales", Huampaní</p>	M.Presidencia	1994
5.	Capacitación a Congresistas.	CCD	1994
6.	Programación financiera.	BCR	1995
7.	Finanzas Públicas.	MEF	1995

25

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
8.	Curso de actualización en economía internacional para funcionarios diplomáticos 8.1 I Curso para diplomáticos. 8.2 II Curso para diplomáticos. 8.3 III Curso para diplomáticos.	M.R.Exteriores	1995
9.	Formulación y evaluación de proyectos turísticos: 9.1 Curso realizado en Lima. 9.2 Evento realizado en Lima. 9.3 Evento realizado en Arequipa. 9.4 Evento realizado en Chiclayo.	MITINCI	1995
10	Programa de entrenamiento en preparación y evaluación de proyectos de inversión pública	MEF	1995
11	Capacitación en la aplicación de técnicas de Insumo Producto para la obtención de indicadores de Evasión Fiscal en las empresas industriales	SUNAT	1995
12	Procedimientos operativos de un sistema de valoración basados en el Código de Valor del GATT	SUNAD	1995

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
13	Capacitación en la metodología de insumo producto para detectar Evasión Fiscal, para el Tribunal Fiscal.	SUNAT y Tribunal Fiscal	1995
14	Finanzas Públicas II.	SGPR	1995
15	<p>Curso de Capacitación Rural para la Pequeña Agricultura</p> <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Yurimaguas • Evento en Pucallpa • Evento en Tumbes • Evento en Camaná • Evento en Chincha • Evento en Huancayo • Evento en Caraz • Evento en Huacho • Evento en Trujillo • Evento en Tarapoto • Evento en Pisco • Evento en Cajamarca • Evento en La Unión • Evento en San Francisco • Evento Tacna 	COFIDE	1995

154

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
16	Programa de preparación y evaluación de proyectos de inversión Pública Regional y local Macro Región Sur.	M.Presidencia	1995
17	Programa de especialización para corredores de productos y operadores en Bolsa de Productos	CONASEV	1995
18	Finanzas Públicas III.	MEF y SGPR	1996
19	Fortalecimiento de las organizaciones de usuarios de agua de riego en la costa peruana <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Chincha, para Directores. • Evento en Chincha, para Adm. y Técnicos. • Evento en Barranca, para Directores • Evento en Barranca, para Adm. y Técnicos • Evento en Camaná, para Directores • Evento en Camaná, para Adm. y Técnicos 	M.Agricultura	1996
20	Capacitación de jueces y fiscales en Protección de la Propiedad Industrial.	INDECOPI	1996
21	Programa de formación de futuros corredores de productos y operadores especiales de Bolsa de Productos II	CONASEV	1997

155

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
22	Preparación y evaluación de proyectos de inversión pública reg. y local. Macro Región Norte	M.Presidencia	1997
23	Programa de difusión de las ODIS <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Cuzco, gremial. • Evento en Cuzco, educativo. • Evento en Huancayo, gremial • Evento en Huancayo, educativo. • Evento en Trujillo, gremial • Evento en Trujillo, educativo • Evento en Chiclayo, gremial • Evento en Chiclayo, educativo • Evento en Arequipa, gremial • Evento en Arequipa, educativo • Evento en Iquitos, gremial • Evento en Iquitos, educativo • Evento en Piura, gremial. • Evento en Piura, educativo. • Evento en Tacna, gremial. • Evento en Tacna, educativo. 	INDECOPI	1997

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
24	Proyecto de difusión de los conceptos de una economía de mercado a nivel nacional: <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Lima (Indecopi) • Evento en Lima (UNI) • Evento en Huaraz • Evento en Cajamarca • Evento en Iquitos • Evento en Juliaca • Evento en Tacna • Evento en Ilo • Evento en Ica • Evento en Huancayo • Evento en Chiclayo • Evento en Trujillo 	INDECOPI	1997
25	Seminario taller internacional: Medición de la calidad de la educación. En las siguientes provincias: <ul style="list-style-type: none"> • Lima • Arequipa • Piura 	M.Educación	1997

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
26	<p>Proyecto de cooperación técnica y capacitación para el desarrollo y difusión del Registro de Propiedad Intelectual en el Perú</p> <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Huancayo • Evento en Trujillo • Evento en Juliaca • Evento en Chiclayo • Evento en Lima 	INDECOPI	1997
27	<p>Cursos descentralizados sobre gestión de centros educativos de excelencia</p> <p>En las siguientes provincias:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lima • Arequipa • Chiclayo 	M. Educación	1997
28	<p>Indecopi Educa</p> <ul style="list-style-type: none"> • Evento Lima (Cono Sur) • Evento Lima (Cono Norte) • Evento Cuzco • Evento Arequipa • Evento Piura 	INDECOPI	1997

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
29	Programa de difusión y promoción de la Bolsa de Productos de Lima. <ul style="list-style-type: none"> • Trujillo • Piura-Tumbes • Chiclayo-Jaén • Cuzco • Quillabamba • Ica • Tarapoto • Camaná • Huancayo • Jaén • Chanchamayo • Lima 	CONASEV	1997

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
30	<p>Programa de capacitación en planificación participativa para productores y empresarios orientados a la agroexportación.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Moquegua • Chulucanas • Huancayo • Jaén (Cajamarca) • Chimbote • Huaral • Andahuaylas • Juliaca • Puno • Picota 	PROMPEX	1997
31	<p>Capacitación de las empresas agropecuarias en gestión empresarial</p> <ul style="list-style-type: none"> • Piura • Chiclayo • Trujillo • Ica • Huaura 	M.Agricultura	1997

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
32	Programa de preparación y evaluación de proyectos de inversión pública regional y local. Macro Región Centro.	M.Presidencia	1997
33	Seminario de difusión: Las nuevas relaciones Estado-usuarios en el mercado de las telecomunicaciones. <ul style="list-style-type: none"> • Huancayo, usuarios • Cuzco, usuarios • Iquitos, usuarios • Iquitos, funcionarios municipales • Tacna, usuarios • Tacna, funcionarios municipales • Piura, usuarios • Piura, funcionarios municipales • Lima, Cono Norte • Lima, Cono Sur 	OSIPTEL	1997

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
34	Programa de capacitación a las Entidades de Desarrollo de las Pequeñas y Microempresa (Edpymes.)	COFIDE	1997
35	Desarrollo regional y descentralización educativa <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Lima • Evento en Chiclayo • Evento en Iquitos • Evento Tacna 	M.Educación	1997
36	Derechos antidumping y compensatorios en el marco de la Organización Mundial del Comercio	INDECOPI	1997
37	Ayacucho: Haciendo juntos que el mercado turístico funcione.	INDECOPI	1997
38	Capacitación a congresistas sobre el Mercado de Valores.	CONASEV	1997
39	Seminario nacional: Desafíos de la modernización curricular.	M.Educación	1997

	Nombre de la Capacitación o Programa de Difusión	Entidad Solicitante	Año (**)
24	Proyecto de difusión de los conceptos de una economía de mercado a nivel nacional: <ul style="list-style-type: none"> • Evento en Lima (Indecopi) • Evento en Lima (UNI) • Evento en Huaraz • Evento en Cajamarca • Evento en Iquitos • Evento en Juliaca • Evento en Tacna • Evento en Ilo • Evento en Ica • Evento en Huancayo • Evento en Chiclayo • Evento en Trujillo 	INDECOPI	1997
25	Seminario taller internacional: Medición de la calidad de la educación. En las siguientes provincias: <ul style="list-style-type: none"> • Lima • Arequipa • Piura 	M.Educación	1997