

En el presente artículo, Carlos Gárate realiza una reflexión sobre la falta de desarrollo de los métodos de financiamiento en el Perú, como impedimento de un mayor desarrollo de la economía. Por este motivo, propone utilizar el *liability management*, figura utilizada en el derecho anglosajón para desarrollar los mercados de valores. Asimismo, menciona las formas en que se podría realizar esta recompra de valores y elabora un análisis del mercado regulatorio peruano.

NOCIONES Y REFLEXIONES SOBRE EL *LIABILITY MANAGEMENT* *



Carlos Gárate Salvatierra**

1 Sobre el contexto

El crecimiento de las empresas es un factor determinante para analizar la salud de las economías, siendo más determinante en países donde no se han llevado a cabo procesos de industrialización apropiados. El crecimiento de las empresas no sólo genera riqueza para los dueños de las mismas, sino que generan un impacto positivo en sus sociedades al crear puestos de trabajo y otorgar productos y servicios que cubran las necesidades de los individuos.

El crecimiento de las empresas involucra diferentes factores que deben ser tomados de manera copulativa para asegurar su éxito, siendo que algunos derivan de la actuación del Estado y otros derivan de la actuación de otros privados.

El Estado cumple un rol fundamental para el desarrollo de las empresas, siendo que el Estado es el estructurador de la economía nacional, involucrando que las acciones que decide aplicar pueden generar impactos negativos o positivos en la economía nacional, que terminará repercutiendo en las empresas y en sus mismos ciudadanos. Además, el Estado debe otorgar las facilidades necesarias para el desarrollo de las operaciones comerciales y productivas de las empresas, esto se evidencia en la infraestructura que aporta el Estado para que las empresas logren sus fines, siendo ejemplos claros la necesidad de caminos, sistemas de comunicaciones, provisiones de energía, etc.

Lo último señalado es importante en países en vías de desarrollo, puesto que estos países, según estudios del Banco Mundial, tienen un gran déficit en infraestructura. “El desarrollo de la infraestructura necesaria para el crecimiento de las empresas, mediante el desarrollo de sus actividades comerciales, puede ser realizado mediante la actuación directa de estos últimos o mediante actuación del Estado” (Albújar, 2010: 12). Sin embargo, estos proyectos

* Artículo ganador del SEGUNDO CONCURSO DE INVESTIGACIÓN JURÍDICA EN TEMAS DE DERECHO SOCIETARIO; MERCADO DE VALORES Y REGULACIÓN BANCARIA, organizado por el Equipo de Derecho Mercantil.

** Alumno de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

involucran grandes montos de dinero para su financiamiento, lo que imposibilita que en algunos países puedan ser sus mismas empresas las encargadas de desarrollar la infraestructura necesaria.

El Estado podría proveer directamente la infraestructura necesaria, pero esto involucra capacidades de gestión y conocimientos técnicos que son de difícil obtención para éste, además de involucrar la expansión de su tamaño, generando más oportunidades para que exista corrupción en estos proyectos de infraestructura.

Una nueva opción para tratar el problema del déficit de infraestructura es la actuación conjunta del Estado y las empresas, mediante la creación de Asociaciones Público Privadas (también conocida como APP), que involucran una manera de cooperación entre ambas partes en el desarrollo de los proyectos necesarios para la creación de la infraestructura.

Este tipo de asociaciones no llegan a cubrir por completo las necesidades de financiamiento para la realización de los mismos proyectos, siendo necesario recurrir a fuentes tanto nacionales como extranjeras para poder conseguir los recursos necesarios.

En ese sentido, siempre será necesario buscar formas de financiamiento para lograr el crecimiento de las empresas, siendo que este financiamiento sea de manera directa para la empresa, o para proyectos que logren viabilizar las relaciones comerciales de la empresa.

2 Sobre los métodos de financiamiento

El financiamiento siempre es un factor clave para el crecimiento de las empresas, sea para cumplir las obligaciones contraídas por ésta o para directamente expandir sus instalaciones y lugar de actividades. Conforme las economías se van desarrollando se vuelve

necesario niveles de financiamiento mayores en las empresas que se encuentran en dicho ámbito de mejora, teniendo como contrapartida la deuda que estos contraen a razón de obtener financiamiento. Por tal motivo, se hace una tarea imprescindible el análisis del retorno de las inversiones en las cuales se utilizará el monto de los financiamientos.

Existen dos formas muy conocidas de obtener financiamiento por parte de las empresas, siendo (i) el financiamiento por una institución bancaria, y (ii) el financiamiento a través de emisiones de valores.

El financiamiento por una institución bancaria involucra la participación de los bancos, siendo que estos son los que otorgan el financiamiento requerido por la empresa, mediante préstamos de dinero, que serán remunerados con la aplicación de una tasa de interés proporcional al tiempo en que el préstamo se termina de reembolsar al banco. Los bancos desde su origen son instituciones que ayudan a dinamizar la economía, logrando que el capital no se mantenga estático y pueda ser obtenido por las personas que pueden explotarlo; esto se evidencia en los préstamos que otorgan a las personas que van a desarrollar negocios, permitiendo así emprender sus actividades comerciales, pero asegurándose el retorno del dinero, teniendo en cuenta que es un dinero depositado por un tercero (quien lo da al banco para su custodia). La actividad de los bancos es sumamente importante y sumamente riesgosa, siendo que trabajan con dinero ajeno, y que su utilización en préstamos debe de ser realizada con un análisis de las características de la operación para tratar de asegurar su retorno.

El Perú no ignora la importancia de los bancos en la economía peruana, siendo tan importante que se han desarrollado organismos estatales encargados de regular las políticas económicas y bancarias. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP ("SBS"), es una institución encargada

de dictar medidas reglamentarias para los bancos, siendo de carácter obligatorio su cumplimiento. Se trata de un ente regulador cuyo valor es tan grande que sus principales características fueron detalladas en la actual Carta Magna, dándole la calidad de un organismo constitucional autónomo.

El trabajo de la SBS es acompañado por las labores realizadas por el Banco Central de Reserva, como el estructurador de la política monetaria del país, y que además es otro organismo constitucionalmente autónomo.

Además, el Ministerio de Economía y Finanzas es la cartera directa del Ejecutivo, que es la encargada de revisar toda la implementación de las políticas macroeconómicas, desempeñando un rol neurálgico para mantener la salud de la economía peruana.

Estas instituciones son las principales encargadas de mantener la estabilidad económica del país, siendo que en los últimos años —a raíz de la crisis económica mundial del 2008— han tomado protagonismo al lograr mantener la economía peruana con índices positivos, dando como resultado un crecimiento mayor a muchos países de la región.

Regresando a la actividad de los bancos, debemos explicar que la labor de los bancos es una labor de intermediación financiera, siendo que estos captan los ahorros de las personas que realizan sus depósitos en el banco, esperando ganar una rentabilidad por sus ahorros. Los bancos administran estos ahorros mediante cuentas, y es con este dinero depositado que otorgan préstamos a los individuos que lo soliciten para realizar sus actividades, cobrándoles una tasa de interés sobre el monto del préstamo.

En ese sentido, podemos observar cómo los bancos son los encargados de lograr una circulación del dinero. Esta actividad es riesgosa al tratarse de dinero ajeno —cuyos títu-

lares no tienen conocimiento alguno sobre a qué persona o negocio se le ha entregado o destinado su dinero—, el cual no tiene un seguro retorno. Esto explica la necesidad de una regulación por parte del Estado para proteger los intereses de las personas que realizan depósitos en el sector bancario.

Asimismo, la posibilidad de obtener financiamiento por parte de un banco no soluciona del todo el tema del financiamiento, siendo que muchas veces los montos requeridos y la regulación de la misma actividad, hacen necesario que el banco se asocie con otro banco para poder otorgar los montos solicitados para el financiamiento. Esto podemos observarlo en los créditos sindicados que otorgan los bancos, por los cuales dos o más entidades bancarias otorgan conjuntamente un préstamo.

El financiamiento a través de la emisión de valores es un método más novedoso que el financiamiento por medio de entidades bancarias. Además, este método ha contribuido a la integración de los mercados internacionales.

Los valores son títulos jurídicos que otorgan a sus portadores derechos u obligaciones, siendo que estos tienen una vocación de circulación indeterminada en su origen, esto es, que no toman en cuenta las características especiales de su portador, siendo perfectamente comercializables en el tráfico jurídico.

Estos títulos y su consecuente comercialización conllevaron a la creación de mercados de valores, dentro de los cuales se realizan múltiples transacciones de estos valores, teniendo como referencia las distintas características de los valores y los individuos que emiten esos valores.

Los mercados de valores se han desarrollado en los países y han cobrado una importancia significativa para la economía de los mismos, en vista de que el Estado ha tenido

que actuar y establecer regulaciones sobre los mismos para evitar que colapsen por su uso desmedido o inapropiado, lo que terminaría perjudicando la economía nacional.

El caso más relevante podemos encontrarlo con la promulgación del Gobierno de los Estados Unidos de América de la Securities Act de 1933, que establecía un régimen de publicidad de la información referida a la emisión de los valores.

Diferentes estudios realizados sobre la actividad de los mercados de valores han aportado a concluir que un riesgo asociado al mismo es la asimetría informativa que estos involucran para las partes. Por un lado, el emisor posee toda la información privilegiada sobre sus actividades comerciales y sobre su salud económica y financiera, siendo que puede establecer en mejor medida los riesgos involucrados en la obtención de financiamientos. Por otro lado, la persona que puede adquirir los valores desconoce mucha información relevante que podría ayudarle a decidir adecuadamente emprender una compra de los valores.

En ese orden de ideas, la regulación del mercado de valores ha establecido normas sobre la divulgación de la información relevante para los propietarios o posibles compradores de los valores de las empresas, obligando a los emisores de los valores a presentar toda la información relevante, para que los compradores puedan evaluar correctamente los riesgos asociados con la actividad y la empresa que busca financiamiento, y ponderarlo con los beneficios contenidos en los valores que han comprado.

El atractivo de este método de financiamiento es que posee muchas bondades, tales como (i) permitir a los inversionistas decidir personalmente dónde invertir su dinero, evitando en gran medida la intermediación realizada por los bancos, (ii) mediante el desarrollo del mercado de valores se han

desarrollado individuos que poseen grandes cantidades de patrimonio, que buscan invertirlo en el mercado de valores (inversionistas institucionales), logrando captar grandes sumas de dinero de manera más fácil; (iii) volver más fácil la reventa de los valores adquiridos, toda vez que cuentan con un mercado secundario que genera liquidez para aquellas personas que buscan desprenderse de sus valores y cuyas obligaciones de los mismos aún se encuentran vigentes; (iv) posibilitar el establecimiento de términos para las operaciones de manera más libre que los establecidos en transacciones bancarias, por la naturaleza misma de su regulación; y (v) el desarrollo de los mercados de valores ha logrado una expansión enorme involucrando la integración de mercados, siendo posible que capitales chinos o alemanes, sean utilizados para desarrollar actividades en Perú.

En la emisión de valores podemos encontrar dos tipos de instrumentos: los instrumentos de capital y los instrumentos de deuda. Los denominados instrumentos de capital se materializan comúnmente en acciones, que son instrumentos que otorgan a sus portadores derechos y obligaciones sobre el patrimonio de la empresa y no implican *per se* un reembolso de su inversión, en tanto representan una participación en la vida de la empresa. En cambio, los conocidos como instrumentos de deudas se caracterizan por contener una obligación de parte de la empresa que los emite, la cual consiste en reembolsar el dinero pagado por el valor, pudiendo dividirse en instrumentos de corto plazo —si el plazo de devolución del dinero aportado es inferior o igual a un año— e instrumentos de largo plazo —si el plazo para su devolución es mayor a un año—.

3 Sobre los bonos y sus riesgos

Los bonos son instrumentos de deuda que involucran una obligación por parte de su emisor de un reembolso en dinero al que

tenga el bono. En términos civiles esta obligación es definida como una obligación cartular, siendo que el acreedor de la obligación se determinará por la persona que ostente el título en el momento del cobro.

Se trata de instrumentos de deuda a largo plazo, siendo en esta característica lo que radica su gran atractivo, ya que pueden ser utilizados para obtener grandes sumas de dinero que se requieren en un financiamiento propio de un proyecto de gran envergadura. Esto permitirá que la empresa emisora pueda planificar de la mejor manera el pago de las obligaciones de los bonos, sin tener que recurrir a auxilios de terceros para su cancelación. Los bonos han sido utilizados por los mismos Estados para obtener financiamiento, siendo posible ver la emisión de bonos soberanos por parte de los Estados, los mismos que son comercializados dentro del mercado de valores y adquiridos por privados que los consideran atractivos.

La emisión de bonos se ha vuelto una actividad muy común en estos tiempos, siendo beneficiosa para su emisor al permitirle obtener el financiamiento que necesita sin tener que preocuparse por la integración del poseedor del bono dentro de la organización o estructura de la empresa, tal y como ocurre con los instrumentos de capital. Además, la misma naturaleza de los bonos permite su comercio en todo momento, siendo posible su transferencia antes de su fecha de caducidad.

No obstante, si bien un gran ventaja de los bonos es su emisión y subsistencia por periodos de tiempo mucho mayores que los posibles de obtener mediante préstamos bancarios, no es menos cierto que estos involucran muchos riesgos que deben ser tomados en consideración para poder proteger al emisor o al poseedor de los mismos.

En efecto, los riesgos de los bonos son semejantes a los existentes en las obligaciones generadas por préstamos de los bancos, siendo que estos se pueden agravar por su tiempo de vigencia (que es mayor al de las operaciones bancarias). Estos riesgos pueden observarse en distintos enfoques que procederán a describirse en las líneas siguientes.

En primer lugar, tenemos el **riesgo del emisor**, en tanto éste no pueda, o no quiera, pagar sus obligaciones, transfiriendo su patrimonio y tomar todas las medidas posibles para imposibilitar el pago de sus obligaciones.

En segundo lugar, encontramos el **riesgo del proyecto**, en casos donde el proyecto o la empresa no logra generar las utilidades esperadas para el cumplimiento de las obligaciones del instrumento de deuda. Es importante recalcar que, cuando el proyecto es un proyecto público de infraestructura, como el que se ha explicado en la parte introductoria del presente documento, debemos asociar con más importancia el riesgo del Estado, siendo que éste puede finalmente no cumplir con sus obligaciones.

En tercer lugar, aparece el **riesgo del Gobierno o Estado**, el cual siempre será un riesgo latente que deberá ser visto dependiendo de la coyuntura política del país, y siempre considerando qué tan involucrado está el Estado en el desarrollo de la actividad que dio mérito a la emisión de sus bonos. Este riesgo puede involucrar la terminación anticipada del proyecto o, inclusive, la expropiación de las acciones que representan el capital social de la empresa, como fue el caso de la expropiación de la petrolera YPF por el Gobierno Argentino.

Finalmente, se presenta el **riesgo macroeconómico o financiero**, que implica los cambios que pueden surgir en la economía global o nacional con potencial para afectar

las obligaciones de pago de los bonos emitidos, sea de forma directa o indirecta. Esta clase de riesgo demanda gran habilidad de parte de las partes involucradas en la transacción para poder cubrirlos.

Es menester señalar en este punto que uno de los principales riesgos macroeconómicos o financieros son la inflación o la deflación. La relación que existe entre el riesgo y los conceptos antes indicados son explicados por Álex Albújar Cruz de la siguiente manera:

“Existe evidencia empírica que muestra la relación de entre la inflación y las empresas. En 1986, Wadhvani mostró que la inflación incrementa la tasa de quiebras de las empresas, razón por la cual se deprime el valor de sus acciones.

Asimismo, la deflación también representa un problema para las empresas, ya que se podría originar una reducción en los flujos de caja operativos y ocasionar un problema de cobertura del servicio de deuda a los financistas” (Albújar, 2010: 36).

Otro riesgo económico o financiero se encuentra en la tasa de interés que el ya mencionado autor reseña también de la siguiente manera:

“En cuanto a la tasa de interés, el riesgo está en que la deuda se otorgue a tasa variable, y éste se acentúa más si la deuda es de largo plazo. La tasa variable, o flotante, de referencia más utilizada en el mercado internacional es la LIBOR (London Interbank Offered Rates), cotizada a través de la oferta y la demanda de dinero de los bancos. Del mismo modo, la tasa PRIME es la tasa de interés preferente de los bancos comerciales de Estados Unidos en los créditos a corto plazo y la tasa de su sistema de tipos de interés” (Albújar, 2010: 37).

En otras palabras, el autor afirma que sujetar la tasa de interés de los bonos mediante una tasa

variable puede producir que, durante el tiempo que se prolongue la vigencia de los bonos, esta tasa pueda crecer en gran medida y generar así un perjuicio para el emisor de los bonos.

Por último, utilizaremos al ya citado autor para definir el riesgo por variación del tipo de cambio, afirmando lo siguiente:

“El tipo de cambio también representa un factor de riesgo financiero toda vez que las empresas emisoras puedan tener ingresos y egresos en monedas distintas, lo cual genera un descalce en moneda y la expone a las variaciones del tipo de cambio, en especial si por efectos del tipo de cambio las obligaciones se incrementarán más que los ingresos.

En el 2004, Dhanani manifestó que el riesgo de tipo de cambio se clasifica en tres categorías: riesgo de traducción, riesgo de transacción y riesgo operativo. El primero de ellos es un riesgo contable que representa la traducción a ganancias o pérdidas que se pueden originar cuando se re expresan los estados financieros de las empresas subsidiarias a la moneda de la empresa matriz, para efectos de la consolidación.

El riesgo de transacción del tipo de cambio sí afecta los flujos de caja, ya que en el futuro cercano las empresas deben convertir sus obligaciones en moneda extranjera a moneda local, y el tipo de cambio no se conoce con certeza. Finalmente, el riesgo operativo del tipo de cambio está relacionado con las variaciones de tipo de cambio que pueden afectar los flujos de caja esperados de la empresa a largo plazo. En otras palabras, la diferencia entre el riesgo de transacción y el riesgo operativo es el plazo. El primero es riesgo de corto plazo, y el segundo, de largo plazo” (Albújar, 2010: 38).

Conforme lo explica el autor, las empresas emisoras estarán vulnerables a todos estos riesgos, que se acrecentarán con relación a cuánto se prolongue el tiempo de maduración de los bonos.

4 Sobre la cobertura y provisiones de los riesgos

La cobertura de estos riesgos involucrará utilizar productos financieros muy sofisticados —tales como los “derivados”— para poder cubrirlos, pero todo depende del tipo de transacción o negocio por el cual se ha realizado la emisión de los bonos. Las provisiones de cobertura deberán ser configuradas dentro de los documentos de la emisión, puesto que la ausencia de las mismas generará que los bonos no sean atractivos para su comercialización en el mercado, al implicar riesgos desmedidos.

Es común que en emisiones internacionales los emisores garanticen sus bonos mediante la constitución de garantías, sean comerciales o civiles, que ayuden a generar la confianza de los posibles compradores de los bonos, estableciendo un agente de garantías común, que actuará en coordinación con el agente administrativo para la ejecución de las garantías en caso de algún incumplimiento de lo estipulado en la emisión.

Esta cobertura de los riesgos, empleando garantías e instrumentos externos al documento por el cual se emiten los bonos, debe ser acompañado por una regulación interna, que establecerá un régimen de obligaciones por parte del emisor.

La regulación interna de la emisión implicará obligaciones de hacer (covenants) y obligaciones de no hacer (negative covenants) que serán estipuladas de manera tal que el incumplimiento de cualquiera de estas obligaciones habilite al representante de los poseedores de los bonos para ejecutar las garantías que aseguran el pago de dichas obligaciones.

Existen obligaciones contractuales típicas como es presentar los estados financieros auditados de la empresa al representante de los bonistas, o mantener vigentes todas las garantías constituidas a favor de los poseedores de los bonos, o establecer que el pago de

los bonos será de categoría *pari passu* a todas las obligaciones existentes de la empresa.

Asimismo, existirán obligaciones negativas que imposibilitarán al emisor de realizar actos que pudieran afectar su estabilidad económica o financiera, como es prohibir la constitución de nuevas empresas, destinar los fondos obtenidos por los bonos hacia fines diferentes a los declarados a los poseedores de los bonos, o contraer cualquier otro tipo de deuda durante la vigencia de los bonos.

Estas provisiones pueden entrar en conflicto con intereses legítimos de las empresas emisoras, pues mediante circunstancias muy especiales pueden terminar atentando contra la viabilidad y salud de la misma empresa que buscan resguardar.

5 Sobre el “*liability management*”

El *liability management* es un concepto originado en el Derecho anglosajón, siendo éste uno de los principales impulsores del desarrollo de los mercados de valores nacionales e internacionales.

El Derecho anglosajón y su práctica han sido pioneros en el desarrollo de muchas instituciones y estrategias empleadas en el mercado de valores, siendo oportuno recordar que la regulación contenida en la Securities Act de 1933 constituye un hito para todos los países que han optado por regular sus propios mercados de valores.

El *liability management* es una herramienta que puede servir a las empresas para poder aprovechar las oportunidades que se presenten mientras sus bonos emitidos se mantengan vigentes y establezcan restricciones para la actuación de la empresa.

Debemos entender que los bonos son instrumentos de deuda a largo plazo, y que en muchos casos pueden comprender periodos superiores a los 10 años, tiempo suficiente

para que existan cambios sustanciales en la economía del lugar donde se han ofertado los bonos. Los cambios en las economías internacionales o mundiales pueden ser negativos o positivos para las empresas, pero ciertas coberturas de riesgos pueden terminar imposibilitando que las empresas emisoras puedan aprovechar los cambios positivos y las oportunidades que éstas generan. Por ejemplo, cuando una variación en el tipo de cambio de la moneda de un país involucre que en una emisión de bonos la empresa pueda obtener mayores beneficios que los obtenidos en los países donde ya ha colocado valores, esta posibilidad podría ser imposibilitada por una estipulación contractual de no contraer deudas nuevas.

El *liability management* implica la acción de recompra de los bonos emitidos para poder cancelar las obligaciones de los mismos. Esto puede sonar muy sencillo, pero implica todo un desarrollo por parte de los abogados que derivará en aspectos que se deberán tomar en cuenta para poder ejercitar correctamente esta acción.

5.1 Razones

Cualquier persona podría preguntarse la razón por la cual se recurre a esta acción de recompra de los bonos emitidos, ya que la intención con estos era venderlos y, posteriormente, recibir el financiamiento necesario para emprender los proyectos que los motivan. Sin embargo, podemos encontrar razones muy importantes, como las que se proceden a explicar:

- Los tiempos actuales han demostrado que las economías nacionales e internacionales pueden variar de manera impresionante, produciendo cambios significativos que pueden afectar, tanto negativa como positivamente a las empresas, siendo necesario que estas últimas tengan los medios adecuados para aprovechar las oportunidades y resguardarse de los efectos negativos.

- Las empresas pueden decidir emprender nuevos proyectos que involucren un cambio total de sus operaciones comerciales. Este tipo de acciones no son ajenas a la realidad, tomando como ejemplo el cambio en su giro ordinario de negocios que realizó Panasonic, al abandonar la venta de celulares y demás productos electrónicos, para realizar la venta de maquinarias para construcción.
- Las empresas pueden perder la oportunidad de acogerse a beneficios tributarios temporales y su aprovechamiento se vuelve imprescindible para el bienestar de la empresa. Siempre que las empresas se encuentren imposibilitadas de acogerse a estos beneficios por sus obligaciones vigentes en el momento.
- Los actuales poseedores de los mismos pueden generar una reputación positiva a la empresa emisora, ya que ésta cumple con sus obligaciones a cabalidad. Además, se permite que posibles nuevos inversionistas puedan apreciar nuevas oportunidades de negocios, ocasionadas por la reestructuración de las deudas de la empresa.

Éstas son algunas de las razones por las cuales una compañía podría emprender la labor de recomprar sus bonos para realizar las cancelaciones de sus deudas. Además, la recompra de los valores emitidos por la misma implica la observancia de algunos aspectos importantes.

5.2 Aspectos previos a la recompra de los valores

Conforme se proceda a la recompra de los valores emitidos, se deberá tener en cuenta las limitaciones legales y contractuales que pueden imposibilitar esta labor.

Las limitaciones legales son las derivadas de las leyes que regulan el sistema, siendo que

en el sistema peruano no existe limitación alguna para un procedimiento de recompra, por el contrario, parece que esto está bien contemplado en la Ley de Mercado de Valores, al establecer que el emisor de los valores puede realizar el rescate de los mismos, significando ello que el emisor pueda realizar acciones pertinentes para volver a tener en su posesión los valores emitidos.

Las limitaciones contractuales son las establecidas en los contratos que suscribe la empresa emisora. Esto último es realmente importante, pues no sólo debe revisarse los documentos de la emisión de los bonos que se piensen recomprar, sino también los documentos de cualquier otra deuda que tenga la empresa. La inobservancia de estas estipulaciones contractuales puede involucrar la ejecución de las garantías que la empresa tiene constituida a favor de la parte del contrato que se ha incumplido.

En algunas emisiones es común ver cláusulas que establecen prohibiciones de recompra por un tiempo determinado de maduración de los bonos, o prohibiciones expresas de recompra de cualquier tipo.

5.3 Formas de realizar la recompra de los valores

Existen tres formas muy utilizadas para realizar la recompra de los valores, las cuales tienen ventajas y desventajas que deben de ser analizadas según el marco regulatorio peruano.

i. **Redención (redemption):** Es el término utilizado para denominar a la acción de recompra de los bonos, que debe estar establecido en los documentos de la emisión. La estipulación de este tipo de acciones por la empresa emisora, algunas veces presenta limitaciones para su ejercicio. Un ejemplo de esta limitación es el establecer un periodo por el cual no se podrá realizar la mencionada acción,

o el establecimiento de un pago adicional para el ejercicio de este derecho.

Estas estipulaciones deben ser correctamente publicitadas a los compradores de los bonos; en caso contrario, se estarían violando los deberes de comunicación y revelación de la información trascendente para el mercado, acarreado así todas las sanciones que el marco regulatorio establece.

El mecanismo para realizar la redención debe estar explicado en el Contrato de Emisión, por el cual se emiten los valores. Lo usual es establecer un tiempo desde la notificación del ejercicio de la acción de redención para que los poseedores de los bonos puedan realizar las acciones pertinentes para la entrega de los mismos.

Asimismo, es necesario que en el documento por el cual se va a presentar la información sobre el mecanismo de redención, así como en el contrato de emisión de los valores, se establezca la forma de determinación del precio de redención. El precio de redención debe tener en consideración el tiempo de maduración de los bonos al momento de ejercer la acción de redención, y múltiples variables. Éste es un tema de gran relevancia para la emisión de los referidos instrumentos de deuda, puesto que involucra el precio que será pagado a sus poseedores para ejercer la acción de redención, pudiendo afectar las proyecciones de ingresos de los mismos según la fecha de maduración final de los bonos.

ii. **Negociación privada:** Es un método que puede ser utilizado para realizar la recompra de los bonos. La ventaja del mentado método es que se puede llegar a un acuerdo mucho más satisfactorio para la empresa emisora y el poseedor de los bonos, contemplando aspectos actuales que no han sido tomados en cuenta cuando se realizó la emisión. Esta ventaja es la clara diferencia

que existe con el método de la redención, al ser un método que puede contemplar las circunstancias del momento y permite una mayor actividad del poseedor de los bonos para buscar su beneficio. Además, puede ser un método rápido para la recompra de los valores, dependiendo sólo del tiempo de negociación entre las partes.

El precio de recompra será el determinado por mutuo consenso entre el emisor y el poseedor de los bonos, reflejando mejor la realidad del precio de los bonos en el mercado.

Sin embargo, este mecanismo tiene 3 grandes desventajas, que son las siguientes:

- **Depende mucho de la voluntad del poseedor de los bonos**, ya que es necesario su consentimiento y aceptación, para poder realizar la recompra (mientras que el mecanismo de la redención es un mecanismo que no contiene este problema, al estar estipulado en los mismos documentos de la emisión).
- **Puede involucrar una posible violación del deber de publicidad de la información relevante por parte de la empresa**, en tanto se trata de operaciones en las que se van a eliminar deudas pendientes de la empresa, siendo necesaria su comunicación al regulador y al mercado.
- **Puede ser ineficiente en los casos en que los valores se encuentren en múltiples personas**, en la medida que ello puede volver extremadamente difícil la negociación directa. Esto encuentra amparo en la teoría de los costos de transacción, esbozada por Ronald Coase, que indica que el deber de los Estados es buscar las maneras más eficientes de reducir los costos de transacción entre los particulares. Al encontrarnos ante un número significativo de poseedores de los bonos, se hace

necesario establecer un método masivo para lograr la recompra de los mismos.

- iii. **Adquisición mediante oferta pública:** Conforme a lo explicado anteriormente, el método de negociación privada de las acciones puede palidecer ante casos donde los bonos recaen sobre un número indeterminado de individuos, siendo necesario un mecanismo masivo para lograr la recompra de los valores. El método de adquisición mediante oferta pública es un método que puede servir para la recompra de los bonos cuando estos se encuentran en el patrimonio de un número indeterminado de personas. Ello involucra una eficiencia de la que carece el método anterior. Además, involucra seguir la coherencia de la regulación del mercado de valores, debido a que los valores se pudieron haber colocado mediante un oferta pública y su recompra debe hacerse mediante un mecanismo público gozando de la misma publicidad.

Sin embargo, este mecanismo tiene un gran defecto: ser un mecanismo que obliga a seguir el trámite establecido para realizar las ofertas públicas. Este trámite es un dilatado procedimiento administrativo que presenta periodos de tiempo establecidos para la formulación de observaciones del regulador y plazos mayores de vigencia de la oferta en el mercado. Por tal motivo, involucra un medio ineficiente si se busca tomar acciones rápidas, para acogerse a beneficios de naturaleza fugaz.

5.4 Formas de recomprar los valores:

La recompra de los valores puede realizarse mediante pagos en efectivo o mediante pagos en otros valores.

El pago en efectivo de la recompra es el método más corriente para realizar la liquidación de las deudas de la empresa, pero esto debe ser analizado cuidadosamente, toda vez que implica realizar grandes desembolsos de

dinero que podrían derivar en la descapitalización de la misma empresa e imposibilitar su reestructuración.

En ese sentido, la capacidad de usar préstamos de dinero para poder realizar la recompra de los bonos puede entrar en contravención con las obligaciones de contraer nuevas deudas, establecidas en los documentos del financiamiento.

Por tales motivos, se hace muchas veces más atractivo realizar la recompra de los valores mediante un método de intercambio de valores, a fin de cancelar los valores originales otorgando a sus poseedores originales valores nuevos y más beneficiosos para la situación de la empresa. Este tipo de operaciones son amparadas por el marco regulatorio peruano, debido que éste comprende la figura de la Oferta Pública de Intercambio (OPI), por la cual dos o más empresas intercambian valores en el mercado de valores.

6 Análisis del marco regulatorio peruano

En este apartado se realizará un examen del marco regulatorio aplicable a las emisiones públicas de valores, para analizar su compatibilidad para la aplicación de los diferentes métodos del *liability management*.

El marco regulatorio peruano para las emisiones públicas basa su estructura en la Ley de Mercado de Valores, promulgada mediante el Decreto Legislativo N° 00861-1996, y sus posteriores modificatorias, acompañada de todas las Resoluciones emitidas por la SMV, ex CONASEV, que han dictado reglamentos como el Reglamento de Oferta Pública Pública Primaria (ROPP), Reglamento de Oferta Pública de Adquisición (ROPA), etc.

El marco regulatorio peruano adopta un modelo similar al establecido en el Sistema Norteamericano, estructurado según la Securities Act de 1933. Esta regulación parte de detectar una falla en el mercado que lo vuelve

un mercado de competencia imperfecta. Esta falla parte de la asimetría informativa que sufren los individuos del mercado, siendo que los emisores poseen información privilegiada que no revelan voluntariamente a los demás individuos del mercado, produciendo que no se pueda realizar una correcta determinación del precio de los valores.

En orden de solucionar esta falla del mercado, la regulación del mercado de valores establece deberes de publicidad y divulgación de la información relevante de las empresas que participan en el mercado, estos deberes establecen una obligación permanente para la divulgación de la información.

“Las regulaciones no pueden involucrar un direccionamiento de las acciones de los individuos del mercado, no se busca que sea una regulación direccionista. Al contrario, lo que busca es que la información relevante sea conocida por todas las personas que realizan actividades dentro del mercado de valores, no entrando a determinar si la situación de una empresa es mala o positiva, sino asegurándose que los individuos tengan toda la información relevante para poder adoptar la decisión necesaria” (Vodanovic, 2014: 152).

En ese sentido, encuentro una falla en la regulación en la falta de un tratamiento establecido sobre la igualdad entre los diferentes poseedores de los bonos. La aplicación del *liability management* puede involucrar una recompra total o parcial de los bonos. Esto involucra hacer una pregunta ¿a cuáles poseedores debo recomprarles sus bonos?

La respuesta puede contemplar dos supuestos. En primer lugar, bajo un método de negociación privada, sería coherente decir que sólo se debería recomprar los bonos a las personas con las que se han realizado las negociaciones, pero esto podría evitar que personas que también están interesadas en la venta de sus bonos no sean tomadas en cuenta. Este método puede atentar contra la

naturaleza misma de la regulación del mercado de valores, que busca que los actos realizados sobre ella sean lo más públicos posibles.

En segundo lugar, mediante el mecanismo de oferta pública para la recompra de los bonos puede ser que en una oferta pública de recompra parcial de los bonos, el número de bonos ofertados para la recompra puedan ser superiores al monto establecido para la recompra. En ese caso, se puede cuestionar sobre si se debería realizar la recompra de manera proporcional a los bonos que cada ofertante posee o se debe sólo comprar a un grupo determinado de los poseedores de los bonos.

Debemos tener en cuenta que este tema también es relevante para los poseedores de grandes números de bonos, ya que puede no ser tan atractivo para la ofertantes que sólo se recompren un porcentaje de sus bonos a la cantidad total de sus bonos.

Considero que este tema debe ser regulado expresamente, puesto que tanto una selección de los bonos a recomprar o una compra a prorrata de los mismos, son opciones que presentan su ventajas y desventajas, pero en orden a la característica de público del mercado de valores se debe buscar que los poseedores de los bonos sean tratados como iguales y obtengan las mismas oportunidades.

7 Conclusiones

- El *liability management* es un mecanismo útil para permitir que las empresas se adapten a los posibles cambios sufridos por el mercado, siendo una forma de resolver las obligaciones derivadas de bonos antes de su fecha de maduración final.
- La recompra de los bonos puede ser realizada mediante oferta pública, redención o negociación privada. El método elegido deberá tener en cuenta la naturaleza de la operación por la cual se emitieron los bonos y la regulación vigente.
- La regulación actual sobre el tema permite la aplicación del *liability management*, teniendo en cuenta que la regulación permite el rescate de los bonos por parte de la empresa emisora.
- La regulación del mercado de valores peruano toma como ejemplo la regulación establecida en la Securities Act de 1933, siguiendo el modelo americano.
- Los bonos tienen su gran bondad al ser instrumentos de deuda que pueden tener un tiempo de maduración largo, que permite a las empresas emisoras recibir montos de inversiones elevadas, y planificar el tiempo de retorno de la inversión de la manera más abierta posible.
- Cuando los bonos tienen un tiempo de duración muy prolongado, exponen a los poseedores de los mismos a diferentes riesgos.
- Para la cobertura de los riesgos de los bonos, se establecen obligaciones de hacer y obligaciones de no hacer para la empresa emisora, que pueden imposibilitar que la empresa pueda aprovechar oportunidades positivas que se le presenten. Por tal motivo, se vuelve importante establecer un mecanismo como el *liability management* que permita aprovechar las oportunidades que puedan recibir las empresas.