

## Mecanismos de uso de los bonos Brady como medio de pago en privatizaciones (MUBB)

*Propuesta de un programa de conversión Debt To Equity dentro del marco general previsto en el «Term Sheet for the 1996 Financing Plan»*

Jaime ZEGARRA GUEVARA

### Presentación

En este trabajo se propone un mecanismo de uso de bonos Brady dentro del proceso de privatización al que hemos denominado abreviadamente MUBB.

El MUBB se ha concebido y desarrollado dentro del marco general previsto en el «Term Sheet for the 1996 Financing Plan» suscrito entre el gobierno peruano y la banca internacional.

A través del MUBB se propone realizar swaps de bonos Brady peruanos con acciones de capital de empresas elegibles en proceso de privatización. El mecanismo pretende tener un impacto positivo en la economía peruana utilizando exclusivamente esquemas de mercado.

Así, se plantea la creación de un mercado local abierto de bonos Brady en el que los agentes más dinámicos serían las AFPs; y los intermediarios, las sociedades agentes de bolsa. Por el lado externo, el mecanismo incentiva la formación de fondos de inversión en deuda peruana, que serían los agentes más dinámicos en los mercados internacionales de estos títulos, junto con los bancos acreedores y los proveedores sin garantía.

Para la realización de los swaps se desarrolla un sistema de subasta de bonos Brady que se realizarían en un tramo local y en un tramo internacional. La estructuración y ejecución de estas subastas estarían a cargo – según corresponda – de bancos locales e internacionales bajo la dirección de un comité especializado subordinado a la COPRI.

El atractivo del mecanismo por el lado de la demanda está en el esquema de precio establecido para el bono Brady; por el lado de la oferta, el atractivo está en el esquema de subastas y en el esquema de precio de la acción elegible.

A través del MUBB se propone realizar operaciones swap por un monto total de US \$ 1,500 millones en acciones de capital. Dependiendo de la eficiencia con que se ejecuten las subastas respectivas se podría conseguir el retiro del mercado de un monto mucho mayor en bonos Brady, con lo cual se contribuiría a sanear significativamente el frente externo de la República.

## 1. Base normativa

La utilización de bonos Brady como medio de pago dentro del proceso de privatización (conversiones debt to equity) estuvo prevista en el acuerdo de principio del 27 de octubre de 1995 suscrito entre el Advisory Committee y la República del Perú. En este documento se definió el menú de opciones del Plan Brady peruano con los siguientes componentes:

- Bonos con descuento
- Bonos a la par
- Bonos FLIRB.
- Recompra en la modalidad de «subasta holandesa»
- Bonos PDI (todos los acreedores van a recibir estos títulos)
- Conversiones debt to equity.

El «Term Sheet» del Plan Financiero 1996 acordado entre la República del Perú y el Advisory Committee con fecha 17 de mayo de 1996, constituye el marco general de renegociación de la deuda externa con la banca internacional y los proveedores sin garantía. Este documento establece las condiciones y mecanismos que se ofrecen a los acreedores para la cancelación progresiva de las obligaciones vencidas e impagas. El «Term Sheet» ha desarrollado cada una de las opciones del acuerdo en principio del 27 de octubre de 1995 con excepción de la última (las conversiones debt to equity) puesto que no fue posible en el corto tramo final de las negociaciones, diseñar y estructurar un mecanismo para la implementación de los swaps entre bonos Brady y acciones de capital dentro de la privatización. Sin embargo, en la indicada «hoja de términos» se han insertado dos estipulaciones genéricas que prevén la implementación de estas operaciones.

En efecto, en la parte III del documento (General Provisions) en el título «Conditions to Closing» –apartado (c) se estipula textualmente lo siguiente:

«The Closing Agent Shall have received evidence, satisfactory

to it, that each Type of Bond will be eligible, on a non discriminatory basis, for tender in *any debt conversion program* them maintained by the Republic of Peru in wich any External Indebtedness of the Republic of Peru is eligible for tender.»(la cursiva es nuestra).

Adicionalmente, en la misma parte III, en el título «Covenants» – apartado (f) se vuelve a reiterar la indicada estipulación expresándose textualmente lo siguiente:

«The Republic of Peru shall not discriminate against such Type of Bond in setting criteria for the determination of eligibility for tender in any *debt conversion program* established by the Republic of Peru in wich any External Indebtedness of the Republic of Peru is eligible for tender» (la cursiva es nuestra).

El «Term Sheet» ha adquirido eficacia jurídica plena al haber sido aprobado en virtud del artículo primero del DS 072-96-EF publicado en el Diario Oficial el 27 de junio de 1996. El artículo tercero del indicado decreto supremo señala lo siguiente:

«Mediante Resolución Ministerial de Economía y Finanzas se dictarán las medidas necesarias para la implementación y ejecución de los acuerdos relacionados con el Plan Financiero 1996 de la República del Perú».

Por consiguiente, un *programa de conversión de deuda* tendría que ser implementado simplemente a través de una Resolución Ministerial. La diferencia es notable respecto del origen que tuvo el programa de «obligaciones elegibles», porque recuérdese que éste fue aprobado en virtud de una Ley (26250), que por su naturaleza (la emite el Congreso), tiene un trámite más complejo.

## **2. Escenario cuantitativo para un posible programa de uso de bonos Brady (MUBB)**

Se van a emitir bonos Brady por un valor total aproximado de US \$ 4,000 millones. Esta es la cifra resultante después de deducir del monto total de la deuda a la banca y a proveedores (alrededor de US \$ 10,560 millones) los siguientes conceptos: el valor de los swaps en el marco de

la Ley 26250 (US \$ 344 millones hasta el momento en principal más una suma similar en intereses incorporados), el valor proyectado por las operaciones de recompra en la modalidad de «subasta holandesa» (US \$ 1,200 millones en principal más una suma similar en intereses incorporados), el monto de intereses pagados por adelantado (US \$ 313 millones), el descuento total por las operaciones de intercambio entre deuda antigua y las distintas clases de bonos Brady (US \$ 3,000 millones aproximadamente).

Los ingresos restantes por privatización hasta que concluya el proceso (se espera que esto ocurra en 1998) van a ascender a un monto total de alrededor de US \$ 3,700 millones.

Como puede advertirse claramente, hay el espacio suficiente para implementar el «debt conversion program» que prevé el «Term Sheet». Lo que necesita es diseñar y estructurar un mecanismo aceptable para todas las partes involucradas.

En este trabajo proponemos un mecanismo para la realización de swaps entre bonos Brady y acciones de empresas privatizadas o por privatizarse al cual hemos denominado «Mecanismo de Uso de Bonos Brady como Medio de Pago en Privatizaciones» (en adelante simplemente «Mecanismo de Uso de bonos Brady» o MUBB).

### **3. Propuesta de mecanismo de uso de bonos Brady (MUBB)**

#### **A. Definición**

El MUBB es un sistema de subastas, dentro del proceso de privatización (primera y segunda etapas) en las que se ofrecen en venta paquetes de acciones de empresas elegibles siendo el medio de pago bonos Brady. los paquetes de acciones ofrecidos reciben el nombre de paquetes «conversión de deuda» para resaltar las operaciones swap que se producen al interior del programa.

#### **B. Contexto general**

El MUBB ha sido diseñado para operar dentro del proceso de privatización luego que concluya la emisión de los bonos Brady peruanos, y sobre la base de la conformación de mercados secundarios internacionales de estos bonos, y también de un mercado local.

### C. Ubicación dentro del proceso de privatización

El MUBB se realizaría en el último tramo de la privatización, esto es, desde 1997 hasta que finalice el proceso, que COPRI señala ocurrirá en 1998. Nosotros creemos que la privatización finalizará más bien el año 2,000. En este periodo el MUBB podrá usarse tanto en la primera etapa como en la segunda etapa de la venta de empresas públicas.

### D. Paquetes de acciones al que se aplicaría

En la primera etapa:

El «paquete controlador» de cada empresa elegible tendría por precio base un 50% en efectivo y el otro 50% para ser pagado con bonos Brady. Ambos componentes serían variables. Sería declarada oferta económica ganadora aquella que resulte la más alta sobre el precio base, combinando ambas variables.

En la segunda etapa:

Las acciones reservadas por el Estado en cada empresa elegible se dividirían en tres paquetes:

- Paquete «participación ciudadana»
- Paquete «accionariado difundido»
- Paquete «conversión de deuda»

Es el paquete «*conversión de deuda*» el que se ofrecería a cambio de bonos Brady peruanos. Se establecería para este paquete un precio base. Los ofertantes tendrían que ofrecer un mayor precio en bonos Brady. Sería declarado ganador quien ofrezca el mayor monto en estos bonos.

### E. Oportunidad de las subastas

En la primera etapa:

La colocación de los paquetes pagaderos en bonos Brady se realizaría dentro de los «paquetes controladores». Como ha ocurrido antes con las «obligaciones elegibles».

En la segunda etapa:

Los paquetes «conversión de deuda» se colocarían simultáneamente con los paquetes «participación ciudadana» y «accionariado difundido».

## **F. Conducción de las subastas**

Todas las subastas de los paquetes «conversión de deuda» en la segunda etapa dentro del MUBB estarían a cargo de un Comité Especial que se crearía para el efecto, el cual se denominaría CEPRI de «conversión de deuda» (CEPRI CD).

## **G. Organización de las subastas**

La colocación del paquete «conversión de deuda» –como ya se ha indicado– se realizaría simultáneamente con la colocación de los paquetes de «participación ciudadana» y «accionariado difundido».

### **a) Tramo local:**

Se necesitaría como condición previa la autorización para el funcionamiento de un mercado secundario local de bonos Brady. Con este mercado operativo, en el que los ofertantes serían tenedores de bonos Brady; los demandantes; inversionistas en general (nacionales o extranjeros), sobre todo inversionistas institucionales (entre ellos las administradoras privadas de fondos de pensiones y los fondos mutuos); y los intermediarios sociedades agentes de bolsa. Únicamente los inversionistas institucionales domiciliados competirían por adjudicarse la cuota local del paquete «conversión de deuda» en las subastas respectivas.

### **b) Tramo internacional:**

Acá también la condición previa es la existencia de un mercado de bonos Brady, en este caso, en el exterior.

Los paquetes «accionariado difundido» y «conversión de deuda» de cada empresa elegible se colocarían simultáneamente en los mercados internacionales. El precio por acción sería el mismo para ambos paquetes.

## H. Estructuración de las operaciones

En la primera etapa:

El CEPRI CD tendría en esta etapa sólo una función de asesoría.

El postor ganador de la subasta respectiva presentaría ante la Dirección General de Crédito Público la parte del monto de su compromiso económico en bonos Brady. La DGCP certificaría la validez y el valor total de estos bonos, entregando un título representativo que sería el medio de pago ante el CEPRI correspondiente. Como puede notarse, aquí la mecánica sería análoga a la seguida en las operaciones con «obligaciones elegibles» (decretos supremos 17-94-EF y 117-94-EF).

En la segunda etapa:

a) Tramo local:

El CEPRI «conversión de deuda» (CEPRI CD) convocaría a un concurso para definir al *colocador local* entre los bancos del sistema.

Elegido el colocador local, éste organizaría y conduciría la subasta del respectivo paquete «conversión de deuda». En cada una de estas subastas los concursantes serían administradoras privadas de fondos de pensiones (AFPs), fondos mutuos, y en general, inversionistas institucionales domiciliados.

La COPRI decidiría en cada caso el tamaño del paquete «conversión de deuda» a ofertarse en el tramo local.

Se adjudicaría la subasta el inversionista institucional o consorcio de ellos, que ofrezca el mayor monto en bonos Brady sobre el precio base de paquete ofertado.

La validez y el valor total de estos bonos serían certificados por la DGCP con la colaboración del colocador local.

b) Tramo internacional:

El CEPRI CD convocaría a un concurso para elegir al *colocador internacional* el cual tendría que ser un operador internacional de reconocido prestigio y experiencia. Este organizaría y conduciría la colocación del respectivo paquete «conversión de deuda» en los mercados internacionales.

En todas estas subastas los concursantes serían bancos acreedores de la República, fondos de inversión internacionales, bancos de inversión,

fondos mutuos, y en general cualquier inversionista internacional tenedor de bonos Brady peruanos, y/o los consorcios que constituyan.

Cada una de estas subastas se centralizaría en la bolsa de valores de la ciudad de New York y se realizaría según las reglas de este mercado.

Se adjudicaría la subasta al inversionista institucional que ofrezca el mayor monto en bonos Brady sobre el precio base establecido para el paquete ofertado.

La certificación de la validez y del valor total de estos bonos estaría a cargo de la DGCP con la colaboración del colocador internacional.

## **I. Determinación del precio**

Primera etapa:

El precio base de la acción de una empresa elegible en cada caso lo determina el CEPRI respectivo, siendo la decisión final de la COPRI. Como puede advertirse aquí se sigue lo que ha venido siendo la metodología general del proceso de privatización en esta etapa.

El precio por acción sería el mismo para todo el «paquete controlador» (para el 50% pagadero en cash y para el 50% pagadero en bonos Brady).

El precio de los bonos Brady para efectos de la determinación del valor de la oferta económica en estos títulos, sería su precio-compra promedio en el mercado local, de por lo menos los tres meses inmediatos anteriores a la fecha de la subasta correspondiente.

Segunda etapa:

a) Tramo local:

El precio base de la acción del paquete «conversión de deuda» de cada empresa elegible sería el precio de apertura, de la primera rueda, de la acción de su correspondiente paquete «accionariado difundido» fijado en la bolsa de valores de la ciudad de New York.

El precio de los bonos Brady para efectos de los swaps sería también su precio-compra promedio en el mercado local, de por lo menos tres meses inmediatos anteriores a la fecha de la subasta correspondiente.



b) Tramo internacional:

El precio base de la acción del paquete «conversión de deuda» sería también el precio de apertura de la primera rueda, de la acción de su correspondiente paquete «accionariado difundido» fijado en la bolsa de valores de la ciudad de New York.

El precio de los bonos Brady para efectos de estas subastas sería su precio-compra promedio en los mercados de deuda de la ciudad de New York, de por lo menos los tres meses inmediatos anteriores a la fecha de las subastas respectivas.

## J. Medio de pago

Como se ha indicado el medio de pago en las subastas del paquete «conversión de deuda» serían bonos Brady peruanos, en cualquiera de sus clases. Es decir, serían aceptados, indistintamente:

- bonos con descuento
- bonos par
- bonos FLIRB
- bonos PDI

Los bonos FLIRB tendrían un incentivo especial: su precio para efectos de cada subasta sería el siguiente:

a) Tramo local:

El precio-compra más alto alcanzado en el mercado local dentro de los tres meses inmediatos anteriores a la fecha de subasta respectiva.

b) Tramo internacional:

El precio-compra más alto alcanzado en el mercado de deuda de la ciudad de New York dentro de los tres meses inmediatos anteriores a la fecha de la subasta respectiva.

## K. Quiénes pueden concursar

Como ya se ha adelantado el MUBB se ha diseñado para que los demandantes sean principalmente *bancos acreedores, proveedores sin garantía e inversionistas institucionales*. Especificamos:

a) En el tramo local:

Administradoras privadas de fondos de pensiones (AFPs), fondos mutuos de inversión, aseguradoras.

b) En el tramo internacional:

Bancos acreedores, proveedores sin garantía, fondos de inversión, bancos de inversión, fondos de pensiones e inversionistas internacionales en general.

## **L. Valorización de los bonos Brady**

Para efectos de la determinación del valor de la oferta económica en bonos Brady, se seguiría la siguiente norma:

– Al valor facial de mercado del bono según las reglas de los apartados 3.I. y 3.J. de este documento, se le añadiría el valor de los intereses devengados pendientes de pago calculados hasta la fecha de presentación de la oferta económica respectiva.

## **LL. Monto total del MUBB**

Se podría ofrecer acciones de empresas elegibles por un valor total de US \$ 1,500 millones. Se colocarían acciones por US \$ 1,300 millones en el tramo internacional, y por US \$200 millones en el tramo local. La meta sería conseguir el retiro del mercado de un total de US \$2,250 millones de bonos Brady (el 56.25% de la emisión total), con lo cual quedarían en circulación –en este supuesto– alrededor de US \$ 1,750 millones en estos bonos (si el cash buyback tuviera poca demanda esta última cifra va a ser mucho mayor).

## **M. Deuda elegible**

Como se ha anotado son elegibles todas las clases de bonos Brady, inclusive aquellos que tengan por origen los títulos de deudas de proveedores sin garantía oficial.

## N. Empresas elegibles

En la primera etapa:

### CENTROMIN

- Yauricocha
- Cajamarca
- La Oroya
- Centrales hidroeléctricas
- Cerro de Pasco
- Cobriza
- San Cristóbal-Andaychagua

### ELECTROPERU

- Complejo del Mantaro
- Central hidroeléctrica Antúnez de Mayolo
- Central hidroeléctrica Restitución

### Cemento Andino

Empresas regionales de electricidad (son doce)

### ENAFER

### ENAPU

### Puerto de Ilo

### SEDAPAL

### PETROPERU

- Refinería de Talara
- Lote X/XI
- Oleoducto Norperuano
- Refinería de Iquitos
- Refinería de Conchán
- Refinería El Milagro
- Petrolube
- Terminales: Eten, Salaverry, Chimbote, Supe, Callao, Pisco, Mollendo, Ilo.

Observación: Las unidades de negocio Enafer, Enapu, Puerto de Ilo, Sedapal, Oleoducto Norperuano, las refinerías de Iquitos y El Milagro se van a ofrecer en concesión. Acá el concesionario ganador en cada caso tendría que pagar parte de los derechos de concesión en bonos

Brady. El monto de los bonos Brady que se fijaría en cada caso también funcionaría como un precio base.

En la segunda etapa:

EDELNOR  
EDELSUR  
EDEGEL  
EGENOR  
Complejo del Mantaro  
Refinería La Pampilla  
Refinería de Talara  
ETEVENSA  
Central Cahua  
Banco Continental  
Central Carhuaquero  
EDE Chancay  
EDE Cañete  
Empresas regionales de electricidad  
Telefónica del Perú

### **Ñ. Relaciones entre los CEPRIS «Participación Ciudadana» y «Conversión de deuda»**

El CEPRI PC tiene a su cargo la colocación de los paquetes «participación ciudadana» y «accionariado difundido». El CEPRI CD como se ha indicado, tendría a su cargo igual tarea respecto del paquete «conversión de deuda». Dado que la colocación de los tres paquetes se realizaría casi simultáneamente tendría que haber una estrecha coordinación entre ambos CEPRIS.

Ahora bien, estos dirigirían los procesos pero la parte de estructuración y ejecución estaría a cargo de los respectivos operadores contratados, los cuales también tendrían que estar en constante coordinación.

Los dos CEPRIS obrarían con plena autonomía.

En el supuesto que el MUBB que se propone se aprobara, las cuotas de los CEPRIS serían las siguientes:

CEPRI PC : se encargaría de colocar alrededor de US \$ 2,200 millones

CEPRI CD : Se encargaría de colocar alrededor de US \$ 1,500 millones

## **O. Implementación del MUBB**

Como ya se ha señalado en el punto 1, el MUBB tendría que aprobarse a través de una resolución ministerial del sector Economía y Finanzas.

### **4. Creación de un mercado local de bonos Brady**

La ejecución del tramo local del MUBB necesita la creación de un mercado secundario doméstico de bonos Brady. Los inversionistas institucionales locales como, por ejemplo, las administradoras privadas de fondos de pensiones o los fondos mutuos –que son los potenciales demandantes en el tramo local del MUBB– necesitan de un mercado interno donde puedan comprar o vender fácilmente estos bonos.

Lo dicho, conlleva previamente la necesidad de que se autorice a estos inversionistas institucionales a que puedan invertir parte de los fondos que administran en bonos Brady peruanos de cualquier clase.

Independientemente del MUBB, resulta conveniente la implementación de un mercado interno de bonos Brady, tanto por la seguridad y rentabilidad de estos títulos como porque contribuiría al desarrollo del mercado de capitales domésticos. A través de las sociedades agentes de bolsa, cualquier inversionista (nacional o extranjero) podría adquirir estos títulos de largo plazo.

Un aspecto a definir sería el tamaño de este mercado, el que podría comenzar en el rango del 3 al 5% de la emisión total de bonos Brady e iría aumentando en proporción directa a la demanda.

### **5. Participación de las AFPs en el mercado local de bonos Brady y en el MUBB:**

El sistema privado de pensiones está acumulando un fondo importante que se proyecta que a fines de 1996 será algo mayor a US \$ 1,000 millones, y para el año 2,000 será alrededor de US \$ 4,000 millones. Esto, desde ahora, genera una creciente necesidad de instrumentos financieros para invertir estos recursos.

Siendo el modelo de privatización peruano basado en el modelo chileno, no ha seguido sin embargo una de las opciones de éste, consistente en haber permitido a sus fondos de pensiones realizar importantes inversiones en su proceso de privatización (realizado entre 1985-1989). En la experiencia chilena, se destinó un paquete especial de las llamadas

»empresas tradicionales» o «monopolios naturales» de servicios públicos y de infraestructura para que pudiera ser adquirido por inversionistas institucionales en general, y en particular, por los fondos privados de pensiones.

A este paquete especial se le denominó «capitalismo institucional». De esta manera, las AFPs adquirieron el 25% de las acciones de muchas empresas privatizadas.

No obstante, queda todavía por delante el tramo final y más importante en la privatización peruana que debe concluir, en principio en 1998, aunque –como hemos anotado– lo más probable es que se prolongue hasta el año 2,000.

El marco legal para la participación de las AFPs en este proceso ya cuenta con una norma por la cual los fondos de pensiones pueden adquirir acciones de empresas públicas. Se trata de la Resolución 138-95-EF/SAFP publicada el 20 de marzo de 1995. También ya existe una norma que ha aumentado los límites para las inversiones de las AFPs en acciones comunes en general (hasta 35% del valor del Fondo). Se trata del DS 074-96-EF publicado el 4 de julio de 1996.

Lo que hace falta es diseñar un esquema que permita a las AFPs el acceso a nuevos instrumentos seguros y rentables a través de operaciones swap dentro del proceso de privatización.

Precisamente el MUBB en un tramo local de bonos Brady, las AFPs podrían ser autorizadas a invertir en estos títulos, para lo cual sería necesario incluir a los bonos Brady dentro del límite individual del 30% en el que están los títulos públicos en los cuales pueden invertir estas administradoras (DS 150-95-EF). Luego, tendrían la opción de invertir parte de su cartera de bonos Brady en las subastas del tramo local de los paquetes «conversión de deuda», con lo cual accederían –en la medida que ganen las subastas– al accionariado de empresas privatizadas elegibles por medio de operaciones swap. Esto acontecería en la segunda etapa de la privatización.

En la primera etapa, podrían ser autorizadas a participar dentro de los consorcios aportando el monto necesario de bonos Brady según cada subasta, en los casos que se admita el pago parcial de los «paquete controladores» con estos títulos. Esta sería otra oportunidad para acceder a paquetes de acciones de empresas privatizadas.

Técnicamente, el actual marco regulatorio nacional permite que las AFPs puedan invertir en los futuros bonos Brady peruanos. En efecto: el artículo 25-inciso (a) del DL 25897 faculta a las AFPs invertir en «*valores emitidos por el Gobierno Central de la República del Perú*». Esta es precisamente la naturaleza jurídica de los bonos Brady. Por consiguieren-

te, si se crea un mercado local de estos bonos, técnicamente las AFPs podrían actuar en él hasta el límite individual autorizado a las inversiones en valores públicos (30%).

No obstante, para evitar deudas o incertidumbre en las reglas de juego, podrían emitirse una norma expresa que, en vía reglamentaria, señale que los bonos Brady se encuentran comprendidos en el mencionado artículo 25-inciso (a) del DL 25897.

El MUBB en su tramo local, como puede notarse, ha sido concebido para que los agentes más dinámicos en el mercado local de bonos Brady sean los fondos privados de pensiones.

En este mercado también operarían libremente los fondos privados de pensiones de los otros países latinoamericanos (Chile, Argentina y Colombia): y por cierto, ya que sería un mercado abierto, también participarían otros inversionistas institucionales nacionales o extranjeros. No obstante, en el tramo local del MUBB en la segunda etapa de la privatización, sólo podrían participar fondos privados de pensiones domiciliados lo mismo que otros inversionistas institucionales locales, compitiendo entre ellos para adjudicarse el paquete «conversión de deuda».

La presencia de los fondos privados de pensiones sudamericanos animaría mucho el mercado local de bonos Brady. En el caso de las AFPs chilenas, a enero de 1996, ya cuentan con la autorización gubernamental para poder invertir en el Perú hasta US \$ 2,500 millones (que representa el 10% de su sistema previsional privado). Los cuatro países sudamericanos en los cuales se ha implementado el sistema suman (al primer trimestre de 1996), un fondo total de US \$ 30,480 millones, y dado que hay una tendencia a integrar estos mercados, el potencial de recursos de este origen hacia cada uno de estos mercados (en especial los que resulten más rentables y seguros) es grande. Por tanto, el desarrollo de un mercado local de bonos Brady tiene viabilidad.

A través del MUBB la meta sería que las AFPs accedan, al finalizar el proceso de privatización, a la propiedad de acciones de empresas privatizadas por un monto total equivalente a US \$ 200 millones.

Ciertamente, que las AFPs ya cuentan con un límite holgado (35% del Fondo según el DS 074-96-EF ya citado) para poder invertir en cash en acciones comunes de capital, entre éstas, por ejemplo, precisamente, las acciones de empresas por privatizarse o privatizadas. Sin embargo, los paquetes que se van a asignar a los inversionistas institucionales locales de la privatización son pequeños, por lo que crear un nuevo espacio para estos resulta significativo.

## 6. Conclusiones y recomendaciones

El «Term Sheet» contempla la implementación de programas de conversión de deuda con bonos Brady dentro del proceso de privatización, sin embargo, dentro de este documento, no se ha estructurado un mecanismo para realizar estas operaciones. Es una opción pendiente de desarrollo.

En este trabajo se propone y desarrolla un mecanismo para hacer posible la ejecución de esa opción, al que hemos denominado MUBB («Mecanismo de Uso de bonos Brady»).

El MUBB tiene por objetivo implementar swaps entre bonos Brady con acciones de capital de empresas elegibles dentro del proceso de privatización.

Para el efecto, se propone que el monto total de acciones que sería ofertado dentro del MUBB sería de un valor equivalente a US \$ 1,500 millones (el 40.5% de los ingresos proyectados restantes por privatización), A este paquete lo hemos denominado paquete «conversión de deuda».

El programa ha sido concebido para ejecutarse tanto en la primera como en la segunda etapa de la privatización, aunque el grueso del mismo se realizaría durante la segunda etapa, por lo cual el MUBB en rigor ha sido diseñado para esta etapa.

El MUBB consta de dos tramos: uno internacional, que es el más importante por su magnitud (colocación de US \$ 1,300 millones en acciones de empresas privatizadas): y otro local (colocación de US \$ 200 millones). La colocación en ambos casos se realizaría por un sistema de subasta en virtud del cual se adjudicaría el paquete accionario «conversión de deuda» correspondiente al inversionista que ofrezca el mayor monto en bonos Brady sobre el precio base establecido para dicho paquete.

El tramo internacional está dirigido a los bancos acreedores tenedores de bonos Brady, y los fondos de inversión y en general otros inversionistas institucionales, a los proveedores sin garantía tenedores de estos bonos.

El tramo local está dirigido a los inversionistas institucionales domésticos, particularmente a los fondos privados de pensiones.

El escenario del MUBB incluye la necesidad de la conformación de un mercado secundario local de bonos Brady para que los inversionistas locales, en particular los fondos privados de pensiones, puedan invertir fácilmente en estos títulos. Asimismo para atraer a los inversionistas de la subregión, en particular a los fondos privados de pensiones sudamericanos.



En el caso de las AFPs peruanas su fuente natural para adquirir bonos Brady con miras a participar en el tramo local del MUBB sería este mercado secundario local.

La meta del MUBB sería lograr retirar del mercado con las operaciones swap un total en bonos Brady equivalente a US \$ 2,250 millones, aunque esto, en definitiva, lo va a decidir el propio mercado.

Si se realizara esta meta al final quedarían en el mercado un monto de bonos Brady equivalente a aproximadamente US \$ 1,750 millones. Esta cifra sale de asumir que la emisión total de estos bonos sería de unos US \$ 4,000 millones en el supuesto que la recompra se deuda cumpla sus metas cuantitativas. En caso contrario la cifra indicada sería mucho mayor.

Dado que es claro que el Perú va a tener que recurrir a los ingresos por privatización para cumplir con las obligaciones asumidas con sus distintos acreedores, tiene sentido el implementar dentro de lo previsto en el «Term Sheet», un programa de conversión de deuda dentro de la privatización.

## Definiciones

1. *Acción elegible*: Es la acción de capital perteneciente a una empresa elegible dentro del MUBB.
2. *Bancos acreedores*: Son los bancos que han aceptado y se han acogido al «Term Sheet for the 1996 Financing Plan», suscrito entre la República del Perú y el Bank Advisory Committee presidido por Citibank N.A., y aprobado por DS 072-96-EF.
3. *CEPRI de «Conversión de deuda»*: Comité Especial encargado de conducir el conjunto de subastas de los paquetes «conversión de deuda» de las empresas elegibles a través del MUBB. Abreviadamente es el CEPRI CD.
4. *CEPRI de «Participación Ciudadana»*: Comité Especial encargado de conducir la colocación de los paquetes «participación ciudadana» y «accionariado difundido» de las empresas privatizadas. La labor de este CEPRI se realiza en la segunda etapa del proceso de privatización. La venta de los paquetes «accionariado difundido» puede realizarla en los mercados nacionales y/o internacionales.
5. *Colocador local*: Banco domiciliado en el Perú designado por el CEPRI CD, después de ganar un concurso, para estructurar y ejecutar en su tramo local la subasta del paquete «conversión de deu-

da» de una empresa elegible determinada dentro del MUBB en la segunda etapa de la privatización.

6. *Colocador internacional*: Banco u operador financiero internacional designado por el CEPRI CD, después de ganar un concurso, para estructurar y ejecutar en su tramo internacional la subasta del paquete «conversión de deuda» de una empresa elegible determinada dentro del MUBB en la segunda etapa de la privatización.
7. *Empresas elegibles*: Conjunto de empresas en proceso de privatización en cuya venta se ha autorizado aceptar como medio de pago de paquetes accionarios determinados, bonos Brady peruanos dentro del MUBB.

En la primera etapa: en la venta del «paquete controlador». El 50% del precio base y su plus correspondiente producto de la subasta es pagadero en bonos Brady.

En la segunda etapa: en la venta de los paquetes «conversión de deuda» (tramos nacional e internacional) El precio base de cada paquete y su plus correspondiente producto de la subasta es pagadero en bonos Brady.

8. *Inversionistas institucionales locales*: Son las administradoras privadas de fondos de pensiones (AFPs), fondos mutuos, aseguradoras domiciliados en el Perú participantes en el mercado local de bonos Brady y en las subastas del tramo local de los paquetes «conversión de deuda» de las empresas elegibles dentro del MUBB.
9. *Inversionistas institucionales internacionales*: Son los fondos de inversión, bancos de inversión, fondos de pensiones, corredoras no domiciliados participantes en el mercado internacional de bonos Brady peruanos y en las subastas del tramo internacional de los paquetes «conversión de deuda» de las empresas elegibles dentro del MUBB. Estos inversionistas, sobre todo los fondos de inversión, van a ser los principales competidores de los bancos acreedores y los proveedores sin garantía en las subastas de los paquetes «conversión de deuda».
10. *Mercado local de bonos Brady*: Es es conjunto de transacciones entre demandantes y ofertantes de bonos Brady peruanos de todas las clases, en la plaza financiera de Lima. Es un mercado abierto donde participan inversionistas nacionales y extranjeros. Sus ofertantes son bancos acreedores de la República, proveedores sin garantía y en general cualquier tenedor de bonos Brady peruanos. Sus demandantes son inversionistas en general. Está diseñado para que sus agentes más dinámicos sean las administradoras de fondos de pensiones (AFPs), tanto domiciliadas como no domiciliadas. Los intermediarios son las sociedades agentes de bolsa. Una de las funciones de

este mercado secundario es ser la fuente proveedora de los bonos Brady necesarios para que los inversionistas institucionales locales puedan participar en las subastas del tramo local de los paquetes «conversión de deuda» dentro del MUBB.

Este mercado está gobernado por las leyes de la República del Perú, y su supervisión y transparencia corre a cargo de la CONASEV, del BCR, del MEF (DGCP) y de la SAFP.

11. *Mercado internacional de bonos Brady*: Es el conjunto de transacciones entre demandantes y ofertantes de bonos Brady peruano de todas las clases en las plazas financieras internacionales, principalmente de la ciudad de New York. Es un mercado abierto donde los ofertantes principales son bancos acreedores y proveedores sin garantía, y los demandantes son inversionistas en general, principalmente inversionistas institucionales, y dentro de estos, particularmente, los fondos de inversión.

Una de las funciones de este mercado es ser la fuente proveedora de los bonos Brady necesarios para que cualquiera inversionista internacional –en particular los fondos de inversión– pueda participar junto con los bancos acreedores y proveedores sin garantía en las subastas del tramo internacional de los paquetes «conversión de deuda» dentro del MUBB.

Este mercado está gobernado por las leyes del estado de New York

12. *MUBB*: Son las iniciales simplificadas del «Mecanismo de Uso de Bonos Brady como Medio de Pago en la Venta de Paquetes Accionarios de Empresas dentro del Proceso de Privatización». Es el mecanismo que se presenta y se propone en este trabajo.

También, más sencillamente, se puede denominar «Mecanismo de Uso de Bonos Brady como Medio de Pago de Privatizaciones».

Una denominación equivalente que también se puede usar es «Programa de Uso de Bonos Brady».

La definición del MUBB se encuentra en el punto 3.A.

13. *Paquete «accionariado difundido»*: Paquete de acciones de capital perteneciente al conjunto de acciones reservadas por el Estado peruano en una empresa en proceso de privatización, destinado a la venta en los mercados financieros local y/o internacionales.

En el modelo de privatización chileno a este paquete también se le denominó paquete «capitalismo tradicional».

14. *Paquete controlador*: Es el paquete de acciones de capital, principal y mayoritario, de una empresa en proceso de privatización cuya propiedad otorga a su titular, además de los atributos inherentes al de-

recho de propiedad, el poder de decisión y de gestión en dicha empresa. Este paquete se transfiere por subasta en la primera etapa de la privatización. A los ganadores de estas subastas se les suele llamar «operadores estratégicos» en alusión, en la mayoría de los casos, a su experiencia en los mercados internacionales, a su fortaleza patrimonial, a su gran nivel de activos, a su alto volumen de ingresos y utilidades, a su capacidad de financiamiento, y a su know how.

15. *Paquete «conversión de deuda»:* Es el paquete de acciones de capital pertenecientes al conjunto de acciones reservadas por el Estado peruano en una empresa elegible en proceso de privatización, destinado a ser subastado en el mercado local (tramo local) y en los mercados internacionales (tramo internacional) mediante operaciones swap con bonos Brady peruanos de todas las clases, a través del MUBB.
16. *Paquete «participación ciudadana»:* Es el paquete de acciones de capital perteneciente al conjunto de acciones reservadas por el Estado peruano en una empresa en proceso de privatización, destinado a ser vendido en el mercado local a pequeños inversionistas a precios preferenciales, a plazos, y con otras facilidades. El objetivo es que el paquete sea absorbido por el mayor número posible de compradores de suerte que se difunda la propiedad entre la población, se genere una cultura de ahorro, y se haga más tangible a los ciudadanos comunes los beneficios de la privatización.

En el modelo chileno a este paquete también se le llamo paquete «capitalismo popular».

17. *Precio base de la acción de una empresa elegible:* Es el precio inicial de la acción de capital de su «paquete controlador» (si es que en un 50 % es pagadero en bonos Brady) y de su paquete «conversión de deuda» dentro del MUBB.

En la primera etapa el precio base por acción del «paquete controlador» lo fija el CEPRI respectivo. En la segunda etapa, este precio base toma el precio de apertura fijado para la acción del paquete «accionariado difundido» en la bolsa de valores de New York.

En aquellos casos en los que se decida no colocar el paquete «accionariado difundido» en los mercados internacionales, sino solamente en el mercado local vía la bolsa de valores de Lima, el precio base de la acción del paquete «conversión de deuda» (en este supuesto solamente habría tramo local del MUBB) es el precio de apertura en la bolsa limeña de la acción del correspondiente paquete «accionariado difundido».

18. *Precio del bono Brady:* Es el precio al cual se cotiza este título para

efectos de la formulación de la oferta económica en las respectivas subastas del «paquete controlador» (en los casos en que éste sea pagadero en un 50 % en bonos Brady) y del paquete «conversión de deuda» dentro del MUBB.

Dicho precio es:

En la primera etapa: el precio-compra promedio del bono Brady del mercado local de por lo menos los tres meses inmediatos anteriores a la fecha de la subasta correspondiente.

En la segunda etapa:

- Tramo local: igual que en primera etapa.
- Tramo internacional: el precio-compra promedio del bono Brady en los mercados de deuda de la ciudad de New York, de por lo menos los tres meses inmediatos anteriores a la fecha de las subastas respectivas.

El bono FLIRB tendría un incentivo especial.

Su precio sería:

- Tramo local: el precio-compra más alto alcanzado en el mercado local, dentro de los tres meses inmediatos anteriores a la fecha de la subasta respectiva.
- Tramo internacional: el precio-compra más alto alcanzado en el mercado de deuda de la ciudad de New York, dentro de los tres meses inmediatos anteriores a la fecha de la subasta respectiva.

19. *Primera etapa* : Es el período inicial del proceso de privatización en el cual se subastan los llamados «paquetes controladores» de las empresas públicas. Así por ejemplo, en un importante número de casos el Estado peruano ha transferido a operadores estratégicos internacionales el 60% del capital accionario de sus empresas reservándose la propiedad del 40% restante para ventas posteriores.
20. *Proveedores sin garantía*: Son los proveedores que han aceptado acogerse al «Term Sheet for the 1996 Financing Plan».
21. *Segunda etapa*: Es el período final del proceso de privatización en el cual se venden el conjunto de acciones reservadas por el Estado en empresas que ya han sido parcialmente transferidas al sector privado. Para este efecto estas acciones reservada se descomponen en «paquetes» que son los siguientes:
  - Paquete «capitalismo laboral»: En el modelo de privatización peruano este paquete se ha fijado en el 10% del capital accionario de cada empresa pública (Decreto Legislativo 674) que puede ser adquirido por sus trabajadores vía el ejercicio del derecho de preferencia que la ley les reconoce.

- Paquete «accionariado difundido». Véase la definición del punto 13.
- Paquete «participación ciudadana». Véase la definición del punto 16.

Junto a estos paquetes, en este trabajo se propone la creación del paquete «conversión de deuda»(véase la definición del punto 15).

22. *Títulos elegibles*: Son los bonos Brady peruanos dentro del MUBB.
23. *Tramo local del MUBB*: Es la parte del MUBB que se realiza en el mercado interno peruano. Comprende el conjunto de subastas de una pequeña parte determinada de los paquetes «conversión de deuda» donde los concursantes son exclusivamente inversionistas institucionales locales.

La cuota del paquete CD del tramo del MUBB será relativamente mayor cuando sea posible o conveniente que haya tramo internacional.

24. *Tramo internacional del MUBB*: Es la parte del MUBB que se realiza en los mercados internacionales. Comprende el conjunto de subastas de una parte determinada (la parte mayor) de los paquetes «conversión de deuda» donde los concursantes son bancos acreedores, proveedores sin garantía e inversionistas institucionales del exterior (como fondos de inversión)
25. *Valorización de los bonos Brady*: Es la determinación del valor total de estos títulos para efectos de la formulación de la oferta económica en las respectivas subastas del «paquete controlador» (en los casos en que éste sea pagadero en un 50% en bonos Brady) y del paquete «conversión de deuda» dentro del MUBB.

Esta valorización comprende el precio (véase definición del punto 14), más los respectivos intereses devengados pendientes de pago calculados hasta la fecha de presentación de la oferta económica respectiva.

Las metodologías para calcular tanto el precio como la valorización son aplicables a todas las clases de bonos Brady.

## Abreviaturas

- AFP : Administradora Privada de Fondo de Pensiones
- B.B. : Bonos Brady
- BCR : Banco Central de Reserva del Perú
- CEPRIS : Comités Especiales de Promoción de la Inversión Privada
- CEPRI CD : Comité Especial de «Conversión de Deuda»

- CEPRI PC : Comité Especial de «Participación Ciudadana»  
CONASEV : Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores  
COPRI : Comisión de Promoción de la Inversión Privada.  
DGCP : Dirección General de Crédito Público.  
MEF : Ministerio de Economía y Finanzas de la República del Perú.  
MUBB : Mecanismo de Uso de Bonos Brady como Medio de Pago en Privatizaciones.  
Paquete AD : paquete «accionariado difundido».  
Paquete CD : paquete «conversión de deuda».  
Paquete PC : paquete «participación ciudadana».  
SAFP : Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.