

La emisión de instrumentos representativos de deuda

Percy Barreto Quineche

Bachiller de Derecho por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

1 Introducción.

El desarrollo y crecimiento de las empresas en un mercado competitivo y globalizado, como es actualmente el peruano, requiere contar con financiamientos que le permitan, dependiendo de la situación y de las necesidades concretas de cada compañía, aumentar su apalancamiento, reducir su costo de capital y/o reestructurar sus pasivos.

En este sentido, existen básicamente dos mercados de financiamiento al cual pueden acceder las empresas, a saber: el de intermediación indirecta y el de intermediación directa.

El mercado de intermediación indirecta, que es el tradicional y el más utilizado, es aquél donde participa un intermediario (banca comercial) que capta recursos del público y luego los coloca vía préstamos a favor de aquellos agentes económicos que requieren contar con dicho financiamiento. De este modo, el oferente y el demandante de capital se vinculan indirectamente a través del intermediario.

Como evidentemente esta operación de intermediación financiera que realiza la banca comercial es de naturaleza onerosa, toda vez que la ganancia que experimenta mediante su realización constituye su principal activo, cobra por dicho servicio una tasa de interés determinada. De esta forma, la ganancia a la que hacemos referencia está constituida por el llamado *spread* financiero, esto es, por la diferencia existente entre la tasa de interés pasiva que paga la banca comercial al público por depositar sus excedentes de capital en dicha institución financiera y la tasa de interés activa que pagan los agentes

deficitarios de capital a la banca comercial por recibir dichos recursos a título de préstamos.

De otro lado, el mercado de intermediación directa presupone prescindir del agente de intermediación que actúa en la intermediación indirecta, de forma tal que el agente económico deficitario de capital se vincula y obtiene recursos frescos directamente de aquéllos que cuentan con dicho excedente. El resultado: obtención de recursos de manera más económica, toda vez que en este mecanismo de financiamiento se prescinde de todo agente de intermediación.

En este sentido, las empresas que requieren financiamiento pueden recurrir a emitir valores mobiliarios, captando de esta forma los recursos que requieren directamente de los ofertantes de capital.

En este contexto, el mercado de valores desempeña un rol de gran importancia al facilitar la emisión de valores en el mercado local e internacional por parte de personas jurídicas públicas y privadas con el fin de captar directamente el ahorro de los inversionistas y del público en general.

De esta forma, el mercado de valores se convierte en una interesante alternativa de financiamiento y, a la vez, de inversión, toda vez que constituye un mecanismo de financiamiento para aquellas empresas carentes de capital y un mecanismo de inversión para aquellos agentes económicos que cuentan con dicho excedente, permitiendo el crecimiento y la expansión de las empresas, el desarrollo del sistema financiero y el del mercado de capitales en general.

Cabe señalar que tradicionalmente la mayoría de empresas, cuya estructura societaria y modo de actuación responden a un accionariado familiar, ha

sido renuente a recurrir a este mecanismo de financiamiento directo, básicamente por el temor de verse obligada a “abrirse al mercado” y, consiguientemente, en aplicación del “principio de transparencia”, tener que informar de sus decisiones corporativas y de su situación financiera al mercado en general, incluyendo a sus competidores.

En efecto, de conformidad con lo establecido en el artículo 17 de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No.861, todos los valores objeto de una **oferta pública** deben necesariamente inscribirse en el Registro Público del Mercado de Valores de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). El efecto de esta inscripción determina la obligación de cargo del emisor de informar, tanto a la CONASEV y a la Bolsa de Valores de Lima, de los “hechos de importancia” sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, de manera veraz, suficiente y oportuna, tal como lo establece el artículo 28 de La Ley; sin perjuicio de la información financiera que también está obligado a proporcionar periódicamente a dichas instituciones, tal como lo establecen los artículos 29 y siguientes del mencionado esquema legal.

Sin embargo, y no obstante lo enunciado, esta modalidad de financiamiento directo resulta bastante favorable para las empresas deficitarias de capital, dada las ventajas evidentes que conlleva, como son, entre otras, las menores tasas de interés que deben asumir, así como la posibilidad de tener acceso a un fondeo de largo plazo, a diferencia de las condiciones que ofrece el financiamiento bancario.

De igual forma, debe tenerse en consideración que a la fecha existe una gran demanda por invertir en instrumentos representativos de deuda, sobre todo por los llamados Inversionistas Institucionales, como son, las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFPs), los Fondos Mutuos de Inversión en Valores, los bancos y las compañías de seguros. En efecto, esta gran demanda ha determinado que el mercado local de emisiones primarias sea, normalmente, de una oferta bastante insuficiente para atender los requerimientos de dicho tipo de inversionistas, lo cual hace que las nuevas emisiones y, sobre todo, aquéllas efectuadas por empresas que recién ingresan al

mercado de valores sean “sobresuscritas”.

Pese al diagnóstico descrito, actualmente nuestro mercado atraviesa una coyuntura no muy favorable debido a la repercusión de las crisis financieras que experimentan otros mercados, lo cual es un signo evidente de la globalización existente. En efecto, las crisis asiática y rusa aún no tienen perspectivas de solución en el corto plazo, por lo que éstas continuarán golpeando a las economías de los países emergentes.

De esta forma, el costo del financiamiento absorbe los riesgos derivados de las mencionadas crisis, lo cual determina que aquellos agentes económicos interesados en tomar fondos del mercado de capitales tengan que asumir el pago de altas tasas de interés, a efecto de hacer atractiva la suscripción de instrumentos representativos de deuda por inversionistas que se encuentran atemorizados, los cuales prefieren retirar sus capitales del mercado para no ser perjudicados como consecuencia de eventuales devaluaciones.

2 Del tipo de valores susceptibles de emisión.

Dentro de las diversas clasificaciones existentes para agrupar los valores susceptibles de emisión, a efecto de focalizar y desarrollar el tema objeto del presente artículo, trataremos el que tiene por objeto diferenciar entre los títulos de deuda y los títulos de capital.

2.1 De los títulos de deuda.

En virtud a la emisión de títulos de deuda, la empresa emisora asume un pasivo frente a los oferentes de capital que suscriben la referida emisión, toda vez que éstos, al suscribir la emisión, lo que hacen en realidad es otorgar un préstamo a favor de la empresa emisora. Por consiguiente, y en la medida que dicho préstamo no es de naturaleza gratuita, la empresa emisora (prestataria), aparte de estar obligada a devolver el capital prestado, dependiendo de los términos concretos de cada emisión, se obliga también al pago de determinado interés (cupón) a favor de los suscriptores de dicha emisión (prestamistas).

En este sentido, a efecto de hacer atractiva la

normalmente la empresa emisora establece en el respectivo prospecto de emisión, el pago de una tasa de interés superior a la tasa de interés pasiva que paga la banca comercial al público en general por efectuar sus depósitos en ella. De esta forma, la inversión en los títulos de deuda se constituye en una opción de inversión más atractiva que el depósito de los fondos en una entidad bancaria.

Sin embargo, de manera correlativa, a efecto de que la emisión de títulos de deuda resulte siendo para la empresa emisora una opción menos onerosa al financiamiento bancario, la mencionada tasa de interés (cupón) que paga la empresa emisora debe ser inferior a la tasa de interés activa que se paga a la banca comercial por los préstamos que ésta extiende.

Estos títulos de deuda, que como hemos señalado implican un pasivo de la sociedad emisora frente a los inversionistas que suscriben la emisión, también son conocidos y normalmente identificados como títulos de renta fija, toda vez que la sociedad emisora está obligada a honrarlos a su vencimiento (plazo de redención) cualquiera que fuesen sus resultados económicos al término de determinado ejercicio, en la medida, evidentemente, que no se configure una situación de insolvencia. La razón de esto estriba, a diferencia de los títulos de renta variable que comentaremos más adelante, en que el inversionista suscriptor de los títulos de deuda no asume el riesgo inherente a la gestión social de la empresa, razón por la cual el título debe ser pagado cualquiera fuese el resultado económico de dicha gestión social.

En otras palabras, el inversionista siempre tendrá derecho a recibir determinada rentabilidad (utilidad o ganancia), tenga o no éxito la inversión a la que se hayan destinado los recursos financieros.

2.2 De los títulos de capital.

Por otro lado, los títulos representativos de capital no conllevan la generación de un pasivo en la sociedad emisora, sino más bien le otorgan a su titular un porcentaje de participación en el capital social de la empresa emisora. Por consiguiente, estos títulos son identificados como instrumentos de renta variable, toda vez que la magnitud del retorno esperado no es seguro, fijo, ni determinable desde un inicio, por cuanto

dependerá de los resultados de la actividad a la cual se destine la inversión, la misma que normalmente se identifica con los resultados de la gestión social de una compañía.

Así, pueden existir casos en que se pierda el total del capital invertido, así como también pueden lograrse grandes ganancias. De esta forma, la inversión en estos instrumentos conlleva la asunción de un mayor riesgo, dado que implica una participación en el resultado final de la inversión.

3 De las clases de títulos de deuda susceptibles de emisión.

Dentro de los diversos títulos representativos de deuda que pueden ser objeto de emisión se encuentran los siguientes:

3.1 Los papeles comerciales (*commercial papers*).

Los papeles comerciales son instrumentos de corto plazo y tienen la misma estructura y alcances que las obligaciones en general, con la única salvedad de que se trata de instrumentos representativos de deuda de corto plazo: su plazo de redención no puede ser mayor al año.

Por consiguiente, al ser su plazo de redención bastante corto, estos instrumentos no admiten amortizaciones parciales de capital, debiendo pagarse éste íntegramente al expirar su plazo de vigencia. Si bien nada obsta para que se genere un mercado secundario con relación a estos títulos, normalmente, precisamente por ser su vigencia bastante corta, el inversionista suscriptor de estos títulos los mantiene en cartera hasta que expira su plazo de redención.

Sobre el particular, el artículo 98 de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No.861, denomina a este tipo de títulos “instrumentos de corto plazo”, conceptualizándolos como aquellos valores representativos de deuda emitidos a plazos no mayores de un año y que además pueden ser emitidos mediante anotaciones en cuenta. De esta forma, establece el precepto en referencia, pueden utilizarse como instrumentos de corto plazo los pagarés, las letras de

cambio u otros valores representativos de deuda que determine la CONASEV, quien también establecerá sus características, pudiendo exceptuarlos de los requisitos previstos en la Ley General de Sociedades u otras normas que resulten aplicables.

Cabe señalar un aspecto singular previsto en el esquema legal aplicable a este tipo de instrumentos: en aras de crear un mercado secundario respecto de estos títulos, la norma en referencia establece en su segundo párrafo que en caso de endoso de los pagarés o de las letras de cambio objeto de oferta pública, no existe responsabilidad para el endosante. Como bien sabemos, la regla prevista para la circulación de los títulos valores en general prevé que, en caso de que los mencionados títulos circulen mediante su endoso, ello legitima a su tenedor a accionar, indistintamente, contra su endosante o contra el obligado principal.

En efecto, el artículo 39 de la Ley de Títulos Valores, Ley No.16587, prescribe que el endoso en propiedad, tratándose de la letra de cambio, el pagaré, el vale a la orden y el cheque obliga a quien lo hace, solidariamente con los obligados anteriores. Sin embargo, como lo hemos indicado en el párrafo precedente, cuando la emisión de estos títulos se realice mediante oferta pública, el endoso de los mismos no conllevará responsabilidad alguna para el endosante. La idea de esta excepción radica, desde nuestro punto de vista, en fomentar la circulación de estos títulos, es decir, en la creación de un mercado secundario.

Originalmente, este instrumento representativo de deuda de corto plazo fue creado por el Decreto Supremo No.088-87-EF y reglamentado por la Resolución CONASEV No.146-89-EF/94.10, dispositivos legales que fueron derogados como consecuencia de la promulgación de la anterior Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No.755.

Las principales características de estos papeles, según el mencionado marco normativo, fueron las siguientes: (i) su colocación era a descuento; (ii) su tasa de interés la establecía el Banco Central de Reserva; (iii) su plazo no podía exceder de 180 días y (iv) el monto de la emisión no debía sobrepasar el 10% del patrimonio de la empresa emisora.

No obstante ello, y pese a que se promulgaron algunos dispositivos legales que otorgaron beneficios

tributarios a efecto de incentivar la emisión de este tipo de instrumentos, durante la vigencia del referido marco normativo no se efectuó ninguna emisión.

Los bonos son típicamente instrumentos de deuda, es decir, forman parte del pasivo de la empresa emisora y, por consiguiente, los suscriptores de estos instrumentos adquieren una parte alícuota de un préstamo, la cual está representada por el título.

Ahora bien, en aras de reglamentar la anterior Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No.755, la CONASEV emitió el Reglamento de Oferta Pública Primaria de Instrumentos de Corto Plazo, Resolución CONASEV No.099-96-EF/94.10, el mismo que se publicó el 8 de marzo de 1996. Sobre este Reglamento, cabe resaltar los siguientes aspectos:

a) Se considera instrumentos de corto plazo a los valores mobiliarios no renovables emitidos por cualquier persona jurídica a plazo menor de un año, debiendo caer la fecha de redención y de pago de la obligación incorporada en dicho instrumento en día hábil.

b) De igual forma, se admite la existencia de programas de emisión de este tipo de instrumentos, definiéndose como tal al monto máximo de instrumentos de corto plazo que una persona jurídica puede emitir durante un período determinado. Los montos máximos y el plazo del programa deben ser acordados por la junta general de accionistas u órgano equivalente del emisor. Los programas de emisión deben también inscribirse en el Registro del Mercado de Valores de la CONASEV, en la Sección Registro de Programas de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo, no pudiendo la empresa emisora inscribir un nuevo programa en la medida que no hubiera concluido el anterior. Cabe señalar que, durante la vigencia del referido programa la empresa emisora no podrá emitir instrumentos que no formen parte del mismo.

c) Al igual de lo que acontece con la emisión

vía oferta pública de otro tipo de instrumentos representativos de deuda, se requiere de la obtención de la clasificación de riesgo emitidas por dos empresas clasificadoras distintas, tal como lo prescribe el artículo 15 del Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, Resolución CONASEV No.074-98-EF/94.10. Esta clasificación no podrá tener una antigüedad superior a los 30 días de presentada la solicitud de inscripción en el Registro del Mercado de Valores de la CONASEV.

d) Con el objeto de que el prospecto informativo refleje la mayor información posible respecto del emisor y de sus condiciones de pago, se exige que en dicho instrumento se incluyan los estados financieros de la empresa emisora, así como el texto completo de las conclusiones de los auditores externos.

e) El plazo para la colocación de este tipo de instrumento es de seis meses contados a partir de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de la CONASEV, prorrogable a seis meses más.

f) La negociación secundaria de este tipo de instrumentos puede efectuarse tanto en mecanismos centralizados de negociación como fuera de ellos. Cabe señalar que, si la negociación se efectuara en la Bolsa de Valores, ésta deberá realizarse en la mesa de negociación de dicho recinto bursátil.

g) Las empresas emisoras están obligadas a constituir garantías específicas cuando el monto de la emisión supere su capital social y sus recursos sociales.

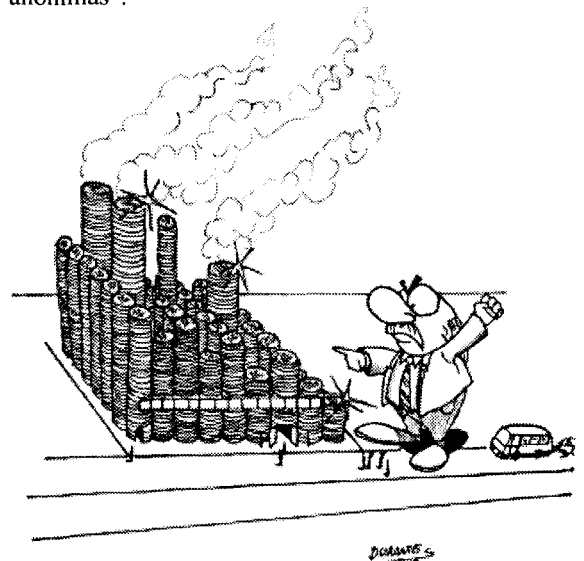
h) Los emisores están obligados a llevar un registro actualizado en el cual deben especificarse las emisiones, colocaciones, pagos de interés, transferencias y redenciones.

3.2 Los bonos (“instrumentos de largo plazo”).

Los bonos son títulos-valores negociables de renta fija, emitidos a un valor nominal, en virtud de los cuales su emisor toma de terceros (los suscriptores) un crédito a mediano o largo plazo, el mismo que será devuelto a sus tenedores de acuerdo a un determinado cronograma de pago. De igual forma, como lo señalamos en la primera parte del presente artículo, dichos instrumentos devengan un determinado interés (cupón), el mismo que puede ser pagado en cuotas

durante su plazo de vigencia o en forma total a su vencimiento, el cual no puede ser inferior a un año.

Sobre el particular, el primer párrafo del artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No. 861, establece que “la oferta pública de valores representativos de deuda a **plazo mayor a un año** sólo puede efectuarse mediante bonos, sujetándose a lo dispuesto en la presente ley y a las disposiciones sobre emisión de obligaciones contenidas en la Ley de Sociedades. Pueden emitir bonos de acuerdo a dichas disposiciones incluso las personas jurídicas de derecho privado distintas a las sociedades anónimas”.



Por sus características, los bonos son típicamente instrumentos de deuda, es decir, forman parte del pasivo de la empresa emisora y, por consiguiente, los suscriptores de estos instrumentos adquieren una parte alícuota de un préstamo, la cual está representada por el título. La emisión de este tipo de instrumento vía oferta pública esta regulada por la Resolución CONASEV No.906-91-EF/94.10, Reglamento de Oferta Pública Primaria de Valores Mobiliarios.

Ahora bien, nos referiremos brevemente a las distintas clases de bonos que son susceptibles de ser emitidos por las empresas del sector privado, toda vez que no es objeto del presente artículo la emisión de bonos por parte del gobierno central, también denominados “bonos públicos” o “emisión soberana”.

En este sentido, los principales tipos de bonos privados son los siguientes:

3.2.1 Bonos corporativos.

Los bonos corporativos son instrumentos representativos de deuda emitidos por empresas industriales o comerciales con el objeto de captar fondos de parte de los inversionistas, a efecto de financiar sus operaciones o proyectos. No obstante ello, la emisión de este tipo de instrumentos también esta permitida a las empresas conformantes del sistema financiero, en virtud a lo establecido en el artículo 234 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley No.26702 (en adelante, Ley de Banca), en la medida que cumplan con las exigencias previstas en La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No.861, y en la Circular No.B-2014-98 emitida por la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS).

Las ventajas que otorga la emisión de este tipo de instrumentos son las siguientes:

- a) Permiten obtener recursos a mediano y largo plazo, lo que reduce la carga financiera y el servicio de la deuda para el emisor. Esto, a su vez, posibilita el acceso a mayores montos de endeudamiento.
- b) Facilitan la reestructuración financiera de las empresas, por cuanto éstas pueden convertir deudas de corto plazo en deudas de mediano y/o largo plazo.
- c) En función a lo expuesto en la primera parte del presente artículo, constituyen una alternativa de financiamiento a un menor costo financiero con relación al existente en los créditos bancarios.
- d) Observan bastante versatilidad para el diseño de distintas variantes a partir del esquema básico. Así, pueden diseñarse bonos extendibles, bonos de vencimiento anticipado, bonos hipotecarios, bonos no asegurados, bonos convertibles, bonos indexados, bonos con descuento, bonos cupón cero, bonos sujetos a tasas flotantes, entre otros.

Estos bonos pueden ser adquiridos a su valor nominal (a la par), por encima de su valor nominal (bonos con prima) o por debajo de dicho valor (bajo la par). En los últimos dos casos, el rendimiento efectivo del bono será diferente de la tasa de interés

establecida, debido a que se adquiere el título a un precio distinto del monto que se recibirá en su fecha de redención, dado que a su fecha de redención el emisor pagará el valor nominal del bono.

De igual forma, el diseño y estructura de los bonos corporativos dependerá de las necesidades de capital de la empresa emisora y, sobre todo, del flujo de caja que pueda generar dicha emisión, esto es, del retorno efectivo que se logre de la inversión corporativa a la cual son dirigidos los fondos obtenidos por la emisión.

De esta forma, pueden emitirse bonos con rescate anticipado, bonos hipotecarios, bonos no asegurados, bonos emitidos con descuento, bonos de tasa flotante, bonos amortizables con utilidades, bonos extendibles, bonos retractables, bonos basura (*junk bonds*), entre otros.

3.2.2 Bonos convertibles.

Son títulos de deuda a largo plazo que confieren a su titular la opción de convertirlos en títulos representativos del capital social de la empresa emisora (acciones). Por consiguiente, el tenedor de estos instrumentos, que inicialmente es un acreedor de la empresa emisora, puede devenir en accionista de la misma, en la medida que decida ejercer la opción de conversión que le otorga el título.

Estos títulos representativos de deuda -por lo menos en un inicio-, establecen todas aquellas condiciones necesarias para que su titular pueda ejercer la opción de conversión enunciada, como son el precio, el plazo previsto para el ejercicio (el mismo que será dentro del plazo de vigencia del título), entre otros aspectos.

De esta forma, estos bonos combinan el rendimiento fijo del cupón del bono, con el rendimiento variable que pueden tener las acciones de la empresa emisora una vez efectuada la conversión.

Existen varias fórmulas que pueden adoptarse en la emisión de este tipo de instrumentos. Así, atendiendo a las condiciones de la conversión, pueden emitirse los siguientes bonos convertibles: bonos de convertibilidad obligatoria para la empresa emisora y para los suscriptores; bonos de convertibilidad facultativa para una y otros; bonos de convertibilidad

obligatoria para la sociedad y facultativa para los suscriptores; y bonos de convertibilidad potestativa para la empresa emisora y obligatoria para sus suscriptores.

De igual forma, atendiendo a las acciones que se reciben como consecuencia de la conversión, pueden diferenciarse entre aquellos bonos convertibles en acciones de la propia sociedad emisora, de aquellos que, pese a ser no muy usuales, como consecuencia de la mencionada conversión otorgan a su titular acciones de otra sociedad distinta a la emisora (procedimiento indirecto de conversión).

Si bien es cierto, el diseño normal de este tipo de instrumentos se efectúa de forma tal que la convertibilidad es obligatoria para la sociedad emisora y facultativa para su titular, siendo las acciones que se emiten como consecuencia de la conversión representativas del capital de la misma empresa emisora de los títulos de deuda, ello no obsta para que, dependiendo de las necesidades y particularidades de la emisión y, sobre todo, de las necesidades financieras del emisor, puedan diseñarse emisiones con alcances distintos.

Ahora bien, la emisión de este tipo de instrumentos, sobre todo en la medida que su titular ejerza la opción de conversión, conlleva la necesidad de efectuar un aumento de capital en la sociedad emisora y la consiguiente emisión de acciones. Este aspecto marca la diferencia de este tipo de instrumentos con las llamadas “obligaciones canjeables”, toda vez que esta última no implica un aumento de capital con la consiguiente emisión de acciones, por cuanto las acciones que el titular del bono recibe por canje ya se encuentran en circulación con anterioridad a la operación de canje.

3.2.3 Bonos subordinados.

Estos instrumentos representativos de deuda otorgan a su titular, en caso de falencia del emisor, un servicio de retorno en un orden de prelación posterior a todo tipo de deuda contraída por dicho emisor, salvo respecto de los accionistas o socios de la empresa emisora. De esta forma, desde una perspectiva contable, los otros acreedores lo consideran como parte del patrimonio de la empresa emisora, por estar

subordinado su pago a todo tipo de deuda existente o futura.

En virtud a ello, la deuda subordinada resulta útil para ampliar la base del capital de la empresa emisora y, por ello, facilita la obtención de recursos adicionales, toda vez que fortalece el patrimonio del emisor, creando un mayor respaldo para los terceros con quien eventualmente se relacione económicamente.

Estos instrumentos fueron incorporados a nuestra legislación mediante la anterior Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, Decreto Legislativo No.770, siendo regulados a través de la Circular No.B-1965-94-SBS y por el Decreto Supremo No.156-94-EF. Actualmente, la emisión de este tipo de instrumentos está permitida únicamente a favor de las empresas bancarias, en virtud a lo establecido en el numeral 14 del artículo 221 de la Ley de Banca, debidamente concordado con el artículo 283 de dicho cuerpo normativo.

Las características principales de este tipo de instrumento, en virtud al marco legal enunciado, son las siguientes:

- a) La emisión de estos instrumentos no requiere la constitución de garantías específicas que respalden su pago.
- b) Pueden ser emitidos bajo la par, es decir, por debajo de su valor nominal.
- c) Se emiten a perpetuidad, no siendo amortizable el principal.
- d) Generan una rentabilidad periódica.
- e) No es de cómputo suma mayor al cien por ciento del patrimonio contable con exclusión de las acciones preferentes acumulativas y/o redimibles a plazo fijo, si las hubiere, y de las utilidades no comprometidas.
- f) No procede su pago antes de su vencimiento, ni su rescate por sorteo.
- g) El principal y los intereses de este tipo de instrumentos queda sujeto, en su caso, a su aplicación a absorber las pérdidas de la empresa que queden luego de que se haya aplicado íntegramente el patrimonio contable a este objeto. En este caso, su aplicación se hará por ministerio de la ley y por mandato de la Superintendencia de Banca y Seguros, quien dispondrá la emisión de acciones de nueva emisión a favor de los

titulares de este tipo de instrumentos, por el importe de su porción neta capitalizable o valor residual luego de cubrir las pérdidas acumuladas.

h) Serán valorados al precio de su colocación, cuyo precio deberá encontrarse totalmente pagado.

Asimismo, los recursos que se obtengan como consecuencia de la emisión de este tipo de instrumento podrán formar parte del **patrimonio efectivo** de la empresa bancaria, soportando, por tanto, el riesgo crediticio de la misma, en la medida que se cumpla con las siguientes condiciones:

i) El plazo de vencimiento mínimo original no podrá ser inferior a cinco años.

ii) Por consiguiente, no será computable como parte del patrimonio efectivo el importe de los bonos o, en su caso, de las cuotas del mismo, que tengan vencimiento en el curso de los cinco años inmediatos siguientes.

iii) No será parte del cómputo, suma mayor al cincuenta por ciento del patrimonio contable con exclusión de las acciones preferentes acumulativas y/o redimibles a plazo fijo, si las hubiere, y de las utilidades no comprometidas.

Como puede apreciarse, el atractivo de emitir este tipo de bonos por parte de las empresas bancarias radica en la ventaja que tienen en considerar a los importes que obtienen como parte del patrimonio efectivo de la institución (en la medida que se cumplan con los requisitos enunciados anteriormente), posibilitando de esta forma la disminución del ratio de activos ponderados por riesgo sobre su patrimonio.

De esta forma, estas instituciones se verán en mejores condiciones de cumplir con las exigencias previstas por la Superintendencia de Banca y Seguros al respecto, pudiendo de esta forma ampliar el nivel de sus colocaciones.

3.2.4 Bonos de arrendamiento financiero.

Estos bonos solo son susceptibles de ser emitidos por aquellas empresas autorizadas a efectuar operaciones de arrendamiento financiero (*leasing*). De esta forma, los recursos que se obtengan como consecuencia de la emisión de este tipo de instrumentos está destinado a financiar dichas actividades. Por consiguiente, la emisión de esta modalidad de bonos

sólo es posible de ser efectuada por las empresas que cuentan con la autorización de la Superintendencia de Banca y Seguros para efectuar operaciones de esta naturaleza.

El marco legal que regula la emisión de este tipo de instrumentos representativos de deuda está configurado por el Decreto Legislativo No.299, Ley de Arrendamiento Financiero, y por el Decreto Supremo No.532-85-EF, norma que prescribe el marco normativo aplicable a la emisión y colocación de bonos de arrendamiento financiero y de bonos de arrendamiento financiero para reinversión.

En efecto, el artículo 21 del mencionado Decreto Legislativo No.299 establece la posibilidad de que la locadora (arrendadora) pueda emitir, previa autorización de la CONASEV, bonos de arrendamiento financiero, nominativos o al portador, destinados al financiamiento de operaciones de arrendamiento financiero, pudiendo establecerse en la escritura pública de emisión las características de las operaciones a ser financiadas, la descripción de los bienes objeto de las mismas y la afectación específica de éstos en garantía de la emisión.

De igual forma, la referida norma admite la posibilidad de que estos bonos tengan rendimiento fijo o variable, incluyendo la posibilidad de participar en los resultados de la entidad emisora, así como la posibilidad de que sean emitidos bajo la par y ser inscritos en la Bolsa de Valores, debiendo tener un plazo de vigencia no menor de tres años.

Por su parte, el Decreto Supremo No.532-85-EF señala los pormenores y requisitos que deberá observar la empresa de arrendamiento financiero con el objeto de emitir este tipo de instrumentos, siendo los más saltantes los siguientes:

a) La emisión de este tipo de instrumentos debe ser acordada por el órgano de mayor jerarquía de la empresa emisora, debiendo adoptarse el referido acuerdo, tratándose de sociedades anónimas, con el quórum y mayoría calificados previstos en el artículo 126 de la actual Ley General de Sociedades; supuesto que estaba previsto -y por ello a él hace mención este Decreto Supremo- en el artículo 134 de la anterior Ley General de Sociedades.

b) El monto máximo de la emisión no podrá

exceder del monto que para operaciones pasivas tienen fijadas las entidades financieras y bancarias.

c) El destino de los fondos captados a través de la emisión de este tipo de instrumentos estará destinado exclusivamente al financiamiento de operaciones de arrendamiento financiero.

d) Los títulos de la emisión deberán expresar las características principales de ésta, debiendo indicar, en el caso que aparte del rendimiento fijo o variable otorguen a su titular una participación en los resultados de la entidad emisora, dicho porcentaje de participación.

e) Se puede prever el reajuste del valor nominal de estos títulos de acuerdo a los índices que establece el Banco Central de Reserva del Perú para el sistema de reajustes de deudas.

f) La entidad emisora podrá afectar los bienes objeto del arrendamiento financiero en garantía de la emisión, así como cualquier otro activo de su propiedad o de terceros.

g) Cuando la emisión se garantice con fianza, esta necesariamente deberá ser otorgada por una empresa del sistema financiero. De igual forma, en el caso de que se otorguen garantías hipotecarias en respaldo de la emisión, tendrá que cumplirse con lo previsto en el artículo 1108 del Código Civil.

h) La entidad emisora deberá elaborar un cuadro de amortización de este tipo de instrumentos. En caso que efectúe sorteos periódicos para la redención, dichos actos deberán contar con la presencia de notario público quien levantará el acta respectiva.

Cabe señalar que la emisión de este tipo de instrumentos se ha constituido en la más importante fuente de financiamiento directo de las empresas de arrendamiento financiero, constituyéndose de esta forma en la más importante fuente de financiamiento indirecto para la adquisición de activos a través del *leasing*.

3.2.5 Bonos estructurados.

No obstante haber conceptualizado como regla general a los títulos representativos de deuda como instrumentos de renta fija, los llamados “bonos estructurados” rompen dicha regla general, al estar supeditado el retorno del principal a algunas variables

que determinan que el mismo sea variable y no fijo.

En efecto, la regla general en cuanto se refiere a instrumentos representativos de deuda es que el tomador de fondos está obligado a devolver el capital extendido por los suscriptores de la emisión, al margen de cual sea el resultado económico de la gestión social o del retorno que pueda generar la inversión efectuada con los recursos captados. Por consiguiente, la renta que generan estos instrumentos es fija.

Sin embargo, este esquema se ve alterado como consecuencia del diseño de instrumentos más sofisticados, para los cuales se emplean fórmulas que pueden dar por resultado mezclas interesantes, siendo los bonos estructurados uno de estos productos.

Los bonos estructurados son instrumentos representativos de deuda que otorgan a su titular un retorno determinado en función a la cotización que alcance una “canasta de acciones”, la misma que está compuesta por acciones bastante líquidas, es decir, por algunas de las acciones componentes del Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL).

Por consiguiente, el retorno del capital es de naturaleza variable, toda vez que el mismo está determinado por la cotización promedio que alcancen los valores integrantes de la mencionada canasta, el mismo que es variable, por, precisamente, la naturaleza variable de la cotización de las acciones individualmente consideradas.

De esta forma, el rendimiento que puede otorgar la inversión en este tipo de instrumentos en un mes determinado puede ser distinto al rendimiento que se obtenga en el mes inmediato siguiente: todo dependerá de la cotización que experimenten los valores componentes de la canasta a la que se hace referencia.

No obstante la sofisticación alcanzada con este tipo de instrumentos, pareciera ser que nuestro mercado aún no está preparado para ello. En efecto, a la fecha se ha efectuado tres emisiones de este tipo de instrumentos, las mismas que fueron realizadas por Telefónica del Perú S.A. (S/. 135'000,000.00), UCP Backus & Johnston (S/. 100'000,000.00) y Alicorp (S/. 140'000,000.00). Sin embargo, el mercado no respondió favorablemente a este tipo de instrumentos, al grado que los agentes colocadores de las dos

primeras emisiones mencionadas tuvieron que suscribir parte de ellas; teniendo que cancelarse la tercera.

4 La emisión de títulos representativos de deuda en el mercado internacional.

4.1 El mercado de euro obligaciones.

Actualmente, el euromercado se constituye en la plaza titular de los mayores fondos dinerarios, la misma que, no obstante ello, no es tan exigente y rigurosa como, por ejemplo, el mercado estadounidense.

En efecto, lo enunciado se fundamenta en la gran libertad que existe en dicho mercado europeo, lo cual se evidencia en el hecho de que no existen mayores controles a los flujos de capitales internacionales, ni topes a las tasas de interés que se aplica a los diversos instrumentos financieros que en él se emiten.

Es precisamente esta libertad financiera la que determinó que esta plaza se convierta en sumamente atractiva para efectuar depósitos, siendo proclives a ello las grandes corporaciones multinacionales, los bancos centrales y, más adelante, los países exportadores de petróleo, quienes rebautizaron a los recursos circulantes en dicho mercado como “petrodólares”.

4.2 Origen del euromercado.

Este mercado se originó como consecuencia del mayor uso del dólar en las transacciones comerciales y financieras en el ámbito mundial, aunado a los continuos déficits en la balanza de pagos de los Estados Unidos. En efecto, estos eventos generaron que muchos países europeos fueran acumulando grandes volúmenes de reservas internacionales en dólares. A esto se sumó la necesidad que tuvo en ese entonces la Unión Soviética -en el período de la llamada “guerra fría”- de depositar dólares, producto de sus operaciones de comercio exterior, en bancos fuera de los Estados Unidos, a efecto de evitar su “congelamiento”.

Sin embargo, el aspecto que motivó que se inicie la demanda por recurrir a este mercado para

captar capitales frescos mediante la emisión de instrumentos en dólares, se suscitó en 1963, fecha en la cual el gobierno estadounidense creó el impuesto para la igualación de tasas de interés, afectándose la compra en los Estados Unidos de activos financieros extranjeros.

Consecuentemente, este impuesto incrementó los costos para los agentes económicos extranjeros que acudían al mercado de Nueva York a captar fondos mediante la emisión de instrumentos financieros expresados en dólares, por cuanto dichos valores debían ofrecer una mayor tasa de interés para compensar a los compradores el impuesto que tenían que pagar al gobierno estadounidense.

Asimismo, la promulgación de la llamada “Regulación Q”, que estableció en el mercado bancario estadounidense determinados topes a la fijación de las tasas de interés aplicables a las operaciones pasivas, determinó que dicho sistema enfrentara una intensa desintermediación financiera, cobrando mayor atractivo la realización de depósitos en el euromercado debido, precisamente, a que esta plaza ofrecía tasas de interés más atractivas, no sujetas a límite alguno.

4.3 Oportunidades de emisión en el mercado norteamericano versus el euromercado.

Si bien la promulgación de la “Regulación S” y la “Regla 144-A” (normas reguladoras de las emisiones privadas) determinó que en la presente década se haya reducido los costos de transacción en la emisión de instrumentos representativos de deuda en el mercado estadounidense, aumentando la liquidez de los títulos emitidos en él, dichas emisiones están dirigidas a ser colocadas exclusivamente dentro de los llamados *QUIBS*, esto es, entre los inversionistas institucionales calificados, como son los bancos, las compañías de seguros, los fondos de pensiones, fondos de inversión, entre otros.

Por consiguiente, el precio de colocación de los títulos que se emita resulta inferior al precio que se podría obtener si dicha emisión fuese pública, lo cual exigiría que se registre ante la Securities and Exchange Commission (SEC). Adicionalmente, precisamente por no ser objeto de una emisión pública sino privada, estos

títulos no cuentan con una debida liquidez, al ser reducido el número de potenciales suscriptores y, básicamente, por el hecho de que la mayoría de ellos busca efectuar a través de su suscripción una inversión de mediano o largo plazo. Esto determina que no exista un mercado secundario muy fluido para los valores emitidos al amparo de tales reglas.

Sin embargo, una emisión con registro exige tener que asumir una serie de gastos vinculados, sobre todo, al proceso de *due diligence* que debe efectuarse a tal efecto, sin perjuicio de la dilación de tiempo que ello conlleva.

En este sentido, la emisión de instrumentos representativos de deuda en el euromercado surge como una opción bastante interesante para las grandes corporaciones locales, en consideración a la gran libertad existente en este mercado y a la existencia de grandes fondos de recursos sedientos de alternativas de inversión.

4.4 Los eurobonos.

Tal como lo hemos indicado precedentemente, el mercado de euro obligaciones se constituye en la plaza más atractiva para el inversionista internacional (colocador y tomador de fondos), debido a la desregulación existente y a los cuantiosos recursos que en él convergen.

Este mercado, vigente desde hace más de tres décadas, donde se transa títulos de mediano y largo plazo, está compuesto, a su vez, por dos mercados, a saber:

a) El de eurobonos (*eurobond market*), que es aquella plaza donde se transa las obligaciones que se emite en una moneda distinta a la del país donde se colocan. Un ejemplo de este tipo de instrumento está constituido por los títulos de deuda que se emite en libras esterlinas y que son colocados en Suiza y Japón, mas no en el Reino Unido.

b) El mercado de obligaciones internacionales simples o mercado de bonos extranjeros (*foreign bond market*), que está constituido por aquellas obligaciones emitidas por tomadores (prestarios) extranjeros y que están expresadas en la misma moneda del país donde se colocan. Un título de deuda emitido por una empresa canadiense en el Reino Unido, que a su vez es

expresado en libras esterlinas, constituye un claro ejemplo de esta clase de instrumento.

Estos títulos representativos de deuda reciben diversas denominaciones, básicamente, en función del mercado donde se colocan. De esta forma, si son colocados en el mercado estadounidense reciben el nombre de *yankee bonds*; si son colocados en el Japón se denominan *samurai bonds* y si son colocados en el mercado inglés se llaman *bulldog bonds*.

4.5 Principales características de los eurobonos.

a) Son títulos emitidos al portador, lo cual les otorga mucha mayor liquidez, facilitando de esta forma su transacción en el mercado secundario. En cambio, los bonos registrados son nominativos pues tienen un nombre asignado al número de serie del bono, lo cual determina que únicamente puedan ser vendidos a terceros mediante una transferencia del número del registro.

b) Son instrumentos de largo plazo, esto es, su plazo de redención normalmente fluctúa entre los tres y los diez años. Como contrapartida, los títulos de renta fija con un plazo de vencimiento mayor a 1 año pero menor de tres se denominan euronotas (*euronotes*).

c) Por lo general, la emisión de este tipo de instrumentos tiene por objeto captar sumas cuantiosas, las cuales fluctúan entre los US\$ 50 millones y los US\$ 1,000 millones. Lo contrario implicaría emprender una operación sumamente costosa con relación al retorno esperado de la inversión.

d) Los mercados secundarios donde se negocian pueden ser organizados u *over the counter* (OTC), siendo las principales plazas las ubicadas en Londres, Luxemburgo, Gran Caymán, entre otras.

e) La entidad reguladora de estos mercados es la Internacional Securities Market Association, pese a que, como ya lo hemos precisado, el marco regulatorio es bastante libre por la inexistencia de registro. Por consiguiente, el tomador de fondos no requiere presentar documentos que acrediten su situación financiera a ninguna autoridad antes de efectuar la emisión.

f) Las operaciones efectuadas en estos

mercados son certificadas, registradas y liquidadas por dos entidades: Euroclear System y Cedel. La primera de las nombradas es un sistema de registro, depósito y liquidación computarizado, localizado en Bruselas, el mismo que se usa para custodiar, entregar y realizar los pagos de los eurobonos. Participan en esta entidad más de cien instituciones financieras, siendo administrado por el Morgan Guaranty Trust Company de Nueva York. Por su parte, el Cedel, si bien es semejante al Euroclear, está ubicado en Luxemburgo, superando el número de sus miembros el millar. Como consecuencia de introducir el título representativo de deuda en cualquiera de estos dos sistemas de compensación, la transferencia de los mismos se efectúa mediante anotaciones en cuenta, es decir, de manera desmaterializada. Ambos sistemas cubren más de 7,000 títulos distintos.

4.6 Necesidad de una emisión soberana.

No obstante las ventajas enunciadas, resultará difícil que una corporación local pueda acceder al euromercado en los términos descritos, en tanto no se configure un *benchmark* (índice referencial promedio

de cotización de instrumentos en el mercado internacional) que defina algunos aspectos de la emisión (monto objeto de la misma, tasa de interés a pagar, entre otros) y evalúe la receptividad que puedan tener los títulos emitidos por empresas peruanas en dichos mercados.

Esta es la razón por la cual se sostuvo en un momento determinado la tesis en virtud de la cual, pese a no requerirlo (por el alto nivel de reservas existentes, básicamente provenientes de los recursos obtenidos mediante la privatización de empresas públicas), sería necesario que el Estado peruano realice una primera emisión en el euromercado, de forma tal que la misma sirva de *benchmark* a las compañías locales que pretendan levantar fondos en dicho mercado.

No obstante ello, y tal como lo hemos indicado en la parte introductoria del presente artículo, la coyuntura actual, sobre todo internacional, no resulta muy propicia para efectuar este tipo de emisiones, toda vez que el epicentro de efectos negativos producidos por la crisis financiera que atraviesa Rusia y los países asiáticos se encuentra en dicho mercado. ¹¹⁵