

El sistema peruano de conversión de deuda pública externa en inversión

Luis Felipe Cantuarias S.

Alumno de 8vo. Ciclo de la Facultad de Derecho de la PUC

Es evidente que la crisis de la deuda externa y sus consecuencias han repercutido notablemente en América Latina, lo que ha obligado a los países del área a realizar fuertes ajustes en sus economías, sobre todo en los últimos años, con el corolario de asumir costos sociales muy altos.

El problema de la deuda externa latinoamericana, que en la actualidad alcanza aproximadamente US \$420,000 millones de dólares¹, lo cual compromete cerca de un 40% de sus exportaciones y representan un 45% del Producto Bruto Interno (PBI) latinoamericano², es un tema de indudable vigencia en estos tiempos sobre todo a partir de 1982 cuando México declaró una moratoria unilateral.

Estas cifras puntuales nos permiten observar que la deuda externa es un hecho ineludible y real y que por tanto, la búsqueda de instrumentos alternativos que permitan aliviar la pesada carga que ésta representa sobre las economías latinoamericanas es una necesidad prioritaria en esta época. En especial si se toma en cuenta que la deuda externa no sólo tiene implicancias políticas y económicas, sino que sobre todo afecta los órdenes sociales pues crea desigualdades y desequilibrios aún mucho más grandes de los ya existentes.

Esta crisis de la deuda externa ha obligado a la mayoría de los países de la región a buscar mecanismos o alternativas de negociación que permitan aminorar la pesada carga de la deuda externa sobre sus economías, ya sea por la vía de extensión en los plazos de pago, la reducción en la tasa de interés y hasta la condonación de parte de la deuda (así el Plan Brady establece, entre otras cosas, nuevas alternativas para obtener recursos de entidades finan-

cieras internacionales, comprar deuda con un descuento apropiado sin tener que usar reservas propias y obtener ventajas en las tasas de interés por parte de la Banca Comercial internacional).

Uno de estos mecanismos novedosos, también llamados "Heterodoxos", es la denominada "Conversión de Deuda en Capital de Inversión" ("Debt-Equity-Swaps") o simplemente CDI. Este mecanismo surgió como una alternativa que permitiera aminorar el peso de la deuda sin que esto signifique egresos de divisas para el país deudor por concepto de pago de la deuda y que, a su vez, pudiera servir como un importante instrumento para la captación de inversión productiva.

Si bien el presente trabajo no pretende realizar un examen exhaustivo de este mecanismo, el cual ha sido tratado con amplitud en un artículo publicado en esta revista³, quisiéramos dar una breve explicación del mismo, de manera de introducirnos al análisis del sistema peruano.

La Conversión de Deuda en Inversión consiste en el canje de títulos de deuda externa de un país, los cuales son cotizados a un valor reducido en el mercado secundario financiero internacional (el cual es un mercado informal), por obligaciones expresadas en moneda del país deudor, en esta conversión se le reconoce al título un determinado valor en moneda nacional. Así el tenedor de dichos títulos (el cual no es necesariamente el acreedor original sino un comprador de títulos de deuda a valor reducido) se favorece con la conversión pues el país deudor le reconoce un mayor valor que el de mercado (cuyo valor se establece de acuerdo al comportamiento de las economías, es decir a la recuperación o deterioro de las mismas); a su vez el país deudor también se beneficia pues, la conversión

1. Junta del Acuerdo de Cartagena. Elaboración de la Revista Gestión. No. 6. Pág. 24.

2. Revista Caretas. No. 1032. Pág. 38

3. Muñoz, Italo: "La conversión de la deuda externa en inversión". En *Thémis* No. 8

obliga al tenedor a utilizar el producto recibido para invertirlo en actividades productivas en el país que le redimió los títulos.

El sistema de conversión o CDI puede resultar un instrumento positivo pero para ello es necesario que se regule cuidadosamente los montos de las operaciones, los sectores a invertir y se plantee la incorporación de capital fresco adicional a la suma de deuda a convertir, otorgándosele entonces un efecto multiplicador al monto de la deuda convertida, así como catalizador por atraer a otros inversionistas que también tratarán de aprovechar la reducción de la deuda.

No obstante las bondades del sistema CDI no podemos dejar de señalar que, si bien el mismo favorece a los Bancos Privados Comerciales Internacionales acreedores, porque así pueden aminorar el impacto sobre sus resultados, no puede efectuarse masivamente pues afectaría al mercado financiero internacional y en especial la posición financiera de los bancos acreedores, al tener que castigar, por la reducción, fuertes montos sobre obligaciones que figuran en sus activos; tampoco podría realizarse en grandes volúmenes por el país deudor porque al tener que emitir moneda nacional para la conversión de deuda, se incrementaría inorgánicamente el circulante de la masa monetaria y por ende la inflación.

EL SISTEMA PERUANO DE CONVERSION DE DEUDA PUBLICA EXTERNA EN INVERSION

Con fecha 23 de Octubre de 1988, el Gobierno promulgó el Decreto Supremo No. 198-88-EF creando el sistema de conversión de deuda pública externa en inversión (CDI) como alternativa de tratamiento a la deuda externa, así como para promover la inversión nacional y extranjera en proyectos de exportación de bienes y servicios que generen un aporte neto de divisas al país. Así como también, a la ampliación de proyectos e inversiones existentes.

La Ley 24750 (Ley de Financiamiento Público para 1987) estableció una autorización al Gobierno Central para concertar o garantizar operaciones de endeudamiento externo en plazos mayores a un año, hasta por un monto equivalente al 1.5% del PBI, destinado al pago de la deuda externa en especie. El Decreto Supremo 198-88-EF en su artículo once comprendió dentro del alcance de dicha limitación al sistema CDI; así, el límite del monto de las operaciones que se pueden realizar en un año alcanza al 0.5% del PBI (para el sistema CDI); posteriormente por normas reglamentarias del Ministerio de Economía y del Banco Central de Reserva se fijó en US \$100 millones de dólares el monto máximo a utilizarse en la conversión. Esto se hizo con la expresa finalidad de evitar los posibles efectos infla-

cionarios que el sistema CDI puede generar.

A fin de hacer más didáctico el análisis del sistema peruano, lo dividiremos en diferentes aspectos:

a) **Deuda Elegible.**- Los títulos de la deuda externa peruana que podrán ser utilizados para acogerse a este sistema, son solamente los establecidos en el Decreto Supremo 198-88. De manera que el programa de conversión no es aplicable a los créditos del sector privado peruano. Tampoco pueden acogerse a este mecanismo deudas de instituciones o empresas estatales, las cuales no hayan sido garantizadas por el Estado ni aprobadas por la Dirección General de Crédito Público.

Para efectos del sistema CDI, se considera deuda pública elegible la siguiente:

- 1.- Deudas directas de mediano y largo plazo del Gobierno Central.
- 2.- Deudas de mediano y largo plazo garantizadas por el Gobierno Central a instituciones y empresas estatales.
- 3.- Deudas de corto plazo de capital de trabajo asumidas por el Gobierno Central.
- 4.- Las otras deudas de instituciones o empresas estatales no garantizadas por el Gobierno Central que hayan sido previamente aprobadas por la Dirección General de Crédito Público.

El sistema CDI se aplicará a la deuda vencida y no pagada a la fecha en que se subaste, excluyendo las penalidades por mora. El Banco Central de Reserva determinará el tipo de cambio aplicable para la conversión. Este punto es realmente importante pues de no actuar el BCR con sumo cuidado se puede crear un desembalse inflacionario por el cambio de la deuda externa en inversión. Para ello deberá actuar con mucha decisión y manejar con eficiencia las distintas herramientas que le permitan controlar este posible efecto inflacionario. Creemos sin embargo, que en el Perú al haberse limitado el monto de las operaciones de conversión a sólo el 0.5% del PBI (100 millones de dólares según normas reglamentarias) el posible efecto negativo del sistema CDI queda contrarrestado.

b) **Inversionistas que pueden acogerse al sistema.**- El sistema CDI establece que podrán acogerse al mismo tanto los inversionistas nacionales como los extranjeros, lo cual nos parece muy correcto puesto que, si bien uno de los objetivos del mecanismo de conversión es promover la inversión

extranjera directa en el Perú, no se puede dejar de tomar en cuenta que, con la situación de inestabilidad política y económica que vivimos, es más realista permitir a los inversionistas nacionales el poder acogerse a las operaciones de conversión; lo contrario sería no darse cuenta que en los tiempos actuales, la inversión foránea puede resultar poco importante.

El sistema CDI establece para el caso de los inversionistas extranjeros tenedores de títulos de deuda pública externa peruana que conviertan la misma en inversión en el país, que estos tendrán la calidad que les asignen las Decisiones 220 y 169 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena, referidas al tratamiento del capital extranjero y a la regulación de las Empresas Multinacionales Andinas respectivamente.

c) **Procedimiento de Conversión.**- El proceso de calificación se inicia con la presentación del proyecto por parte del inversionista, incluyendo toda la información que requiera la secretaría técnica, la cual estará a cargo de COFIDE teniendo como función esencial la de evaluar las propuestas de inversión y someter las mismas a aprobación del Comité de Conversión de Deuda Pública Externa en Inversión. Si bien no se señalan los aspectos que deben resaltar los inversionistas en su solicitud, se puede decir que deberán mencionar entre otras cosas: las divisas a generar, la cantidad de recursos nacionales a utilizar, el grado de desarrollo tecnológico que tiene, el período de maduración, la proporción de aportes externos sobre la inversión total, etc.

Luego de esta evaluación, la secretaría técnica eleva un informe al Comité, a fin que éste proceda a la aprobación o no del proyecto; en caso de no aprobación, el inversionista puede volver a presentar el mismo proyecto renovado al Comité. La norma que regula la CDI no establece plazo alguno para la nueva presentación.

Una vez que es aprobado el proyecto, éste queda expedito para ingresar a la subasta, en la cual se otorgarán los montos disponibles del sistema. Debemos recordar que anualmente la Ley de Financiamiento y la Ley de Presupuesto establecerán el monto máximo a aplicarse al sistema, destinándose una proporción similar a cada subasta. Para poder participar en la subasta, que se realizará en un acto único, los inversionistas deberán presentar un sobre cerrado en el cual especifiquen su propuesta de descuento, las características de la deuda a convertirse y una constancia que acredite el depósito o fianza bancaria en dólares americanos en favor del Ministerio de Economía por un monto equivalente al 0.5% del total de la inversión del proyecto.

En el acto se abrirán los sobres y el Comité

calificará las propuestas en función del valor del descuento ofrecido, dando ganador de la subasta aquel proyecto que ofrezca el mayor descuento sobre el valor nominal, siempre que dicho descuento sea igual o superior a la base establecida. En ningún caso, los montos convertibles de los proyectos ganadores podrán exceder el límite establecido por las reglas de la subasta.

Una vez declarado el ganador, el M.E.F. con fondos que le otorgue la Dirección General de Crédito Público, abrirá una cuenta en el BCR (una vez entregados los títulos de la deuda), en dólares americanos a favor del inversionista, la que será administrada por COFIDE, quien supervisará a su vez la ejecución del proyecto. Contra esta cuenta, se girarán los recursos en moneda nacional para los proyectos.

En este punto encontramos una serie de dudas debido a que el sistema no es suficientemente claro, en especial en lo siguiente:

- 1) Sólo se limita a señalar que el Comité establecerá las acciones a realizar en caso que el inversionista ganador no presente los títulos de la deuda en el plazo establecido. En ningún momento regula qué pasa con los inversionistas que quedaron en segundo o tercer lugar en caso el inversionista ganador sea descalificado, ¿Ocuparán su lugar?, si la respuesta es afirmativa -se les redimirá sus títulos al mismo valor que al inversionista descalificado o se establecerá un nuevo descuento?; esto es muy importante pues como se sabe en estos casos se puede solucionar este punto de varias formas, ya sea aceptando el descuento ofrecido por el inversionista que quedó segundo o señalándole que si quiere hacer uso de su derecho de sustituir al inversionista descalificado, deberá igualar la oferta que hizo el inversionista ganador. Creemos que de ninguna forma se podría establecer la obligación del inversionista sustituto de aceptar, como condición para ocupar el lugar del descalificado, el mismo monto de descuento que el otorgado al inversionista ganador que fue descalificado.
- 2) El sistema tampoco establece cuál será la sanción a aplicar a aquel inversionista ganador que no ejecute los proyectos de acuerdo a los términos en que fue aprobado.
- 3) El sistema no señala nada con respecto a qué sucede si el inversionista ganador no hace uso de todos los fondos depositados para el proyecto; este remanente ¿revertirá al Estado o podrá ser retirado por el inversionista?
- 4) El sistema tampoco especifica qué pasa en el

caso de los proyectos a ejecutarse por varios inversionistas; en especial no aclara si la responsabilidad de los mismos será mancomunada o solidaria (la cual como sabemos sólo puede establecerse por ley); tampoco si el incumplimiento de uno de los inversionistas afecta a la ejecución de todo el proyecto.

Pese a las dudas antes expuestas, el sistema de subasta y calificación de los proyectos nos parece interesante, pues, a través de él, el Gobierno puede orientar las inversiones hacia actividades consideradas prioritarias y que generen un saldo positivo de divisas.

d) Inversiones Elegibles.- Las inversiones deberán estar destinadas fundamentalmente a la ampliación y ejecución de nuevos proyectos que, signifiquen instalación de nueva capacidad productiva en el país. Como hemos visto, la inversión nacional como la extranjera deberá destinarse a proyectos que permitan la exportación de bienes y servicios que generen un aporte neto de divisas al país. Otros aspectos que deberán tomarse en cuenta son: se debe dar preferencia a proyectos que utilicen tecnología de avanzada y también a aquellos proyectos que utilicen mayores componentes e insumos nacionales que el resto de las empresas de la misma actividad. Aquí debemos señalar que el sistema CDI se aplicará exclusivamente a los gastos locales que demande el desarrollo de los proyectos correspondientes. El reglamento del sistema CDI señala que no se considerarán como gastos los siguientes:

- a) La adquisición en el exterior o en el país de bienes y servicios de origen importado. El componente importado de los proyectos sujetos al CDI, deberá ser financiado mediante recursos externos vía aporte de capital o financiamiento externo obtenido por el inversionista.
- b) La adquisición de inmuebles.
- c) La adquisición de bienes usados.
- d) El capital de trabajo, salvo aquél que forme parte de un proyecto elegible hasta por un monto máximo del 15% del monto convertible. El monto convertible no podrá exceder del 70% de los costos locales del proyecto.

Pese a parecer bastante clara la enumeración anterior, consideramos que debió regularse el caso de si el sistema CDI es aplicable al pago de regalías por uso de patentes importadas y también al caso de los desembolsos para inversión en tecnología extranjera, pues ambos supuestos de estar incluidos dentro de los gastos aplicables al sistema CDI po-

drían constituir una forma de extraer capitales del país provenientes de la conversión. Creemos por tanto que la norma que regula el CDI debió contemplar este supuesto con exactitud, estableciendo una prohibición de utilizar los montos convertidos al pago de regalías por uso de patentes o marcas y a la inversión en tecnología extranjera, para así evitar una posible fuga de capitales.

e) Repatriación de Capitales.- Los inversionistas extranjeros podrán remesar al exterior el resultado de las ventas o liquidación del capital invertido en la porción correspondiente a la conversión de deuda en inversión a partir del décimo año de la puesta en marcha del proyecto. Las participaciones de capital provenientes de la conversión de la deuda, podrán ser objeto de transferencia después de cumplido el tercer año de la puesta en marcha del proyecto.

En caso de transferencia o liquidación de una inversión antes de 10 años de iniciado el proyecto, la parte que corresponda al CDI, deberá depositarse en una cuenta en dólares y sólo podrá ser retirada para utilizarse en nuevos proyectos aprobados por el Comité.

La medida de establecer una prohibición de repatriar capital convertido en inversión hasta que no pasen 10 años de iniciado el proyecto, nos parece una medida muy prudente, pues así se evita que inmediatamente después de efectuado el aporte de capital, el inversionista extranjero decida reducir el capital social mediante la devolución de aportes. De esa manera, obtendría un mayor beneficio en la conversión de la deuda. Sin embargo, consideramos que se debería influir en el sistema la obligación que los inversionistas extranjeros transfieran las acciones a un inversionista nacional o extranjero como condición para que pueda repatriar los capitales provenientes de la conversión, estableciéndose que la compra de estas acciones debe hacerse con divisas que vengan del exterior para así evitar que la repatriación de capitales permitida al inversionista extranjero cree una pérdida de divisas.

f) Remisión de Utilidades.- El artículo 10 del Decreto Supremo 198-88-EF concordado con el artículo 5 de la Resolución Ministerial No. 305-88-EF, permite a los inversionistas extranjeros remesar utilidades y cualquier otra suma al exterior, derivada de una operación de CDI, para ello, el inversionista extranjero deberá presentar una declaración jurada en la que conste la generación de saldos netos positivos de divisas, aprobados por CONITE, es decir el sistema no establece prohibiciones a la remisión de utilidades generadas por inversiones extranjeras, es más, levanta las suspensiones establecidas por el Decreto Supremo 257-88-EF.

VENTAJAS DEL SISTEMA CDI

1.- El sistema CDI puede contribuir a reducir la pesada carga que implica la deuda externa sobre las economías latinoamericanas pues permite disminuir el monto de la misma, sin que los países deban gastar sus reservas, permitiendo a su vez que a través de la inversión que se fomenta, el país deudor obtenga beneficios netos.

2.- El sistema CDI permite que, a partir del aprovechamiento en la reducción del valor de cotización de los títulos de la deuda externa el país deudor pueda convertir ésta en un importante instrumento de crecimiento y desarrollo. En la actualidad el valor de los títulos de la deuda externa peruana fluctúa entre el 7% y el 14% de su valor nominal en el mercado secundario financiero internacional por lo que, el aprovechamiento en la reducción del valor nominal puede ser muy grande.

3.- El sistema CDI constituye un importante instrumento de inversión y capitalización que puede contribuir a elevar el crecimiento del PBI, mejorar la posición de la balanza de pagos y crear una nueva imagen del Perú para propiciar su re inserción en la comunidad financiera internacional. Pero para lograr todo esto se requiere crear un clima atractivo y buenas condiciones para la inversión pues, de otra manera el sistema CDI no provocará una corriente favorable o significativa de inversión externa o interna como se procura.

4.- La CDI al incentivar el proceso de inversión, incidirá como sabemos en la demanda agregada, y, de esta manera motivará la reactivación del aparato productivo nacional, creándose nuevos puestos de trabajo, permitiendo un mayor crecimiento económico del país y una mayor recaudación de tributos.

5.- El hecho que la deuda externa del Perú se encuentre cotizada a niveles muy bajos (fluctúa entre el 7 y el 14% de su valor nominal), nos da una ventaja frente a otros países que ya cuentan con el sistema, en razón a que la baja cotización de los títulos de la deuda, permite mayor rentabilidad a los inversionistas y un mayor margen de beneficio al Perú.

6.- La posible creación de presiones inflacionarias a través de una expansión de la oferta monetaria queda contrarrestada limitando el monto de

las operaciones de conversión en un determinado período. Para el año 1989, se ha establecido un límite del 0.5% del PBI, por normas reglamentarias del Ministerio de Economía y del Banco Central se determinó que el monto máximo a aplicarse al sistema sería de US \$100 millones de dólares.

7.- Al permitirse que el inversionista nacional pueda acogerse al sistema CDI, se podría promover la repatriación de capitales, pues estos usarían fondos que tienen en el exterior para adquirir la deuda.

8.- El sistema CDI puede servir como un instrumento de descentralización y de integración económica pues, permite al Gobierno hacer una mejor distribución de la inversión, destinándola a las áreas más importantes.

Finalmente no podemos dejar de señalar que, pese a que el sistema CDI tiene una serie de ventajas, también tiene una serie de problemas; estos problemas surgen si no se hace un correcto uso del sistema. Quizás este sea el mayor temor que se tenga a este sistema pues, puede convertirse en un instrumento de favoritismo político, al no hacer un uso técnico de los recursos que se destinen a este mecanismo. Pero sobre todo debe tenerse muy en cuenta que el sistema para funcionar correctamente deberá ser rodeado de los siguientes elementos adicionales:

a) Plazos cortos, que no excedan de 30 días, para la tramitación de la solicitud y calificación de las propuestas y proyectos.

b) Establecer con criterio técnico el porcentaje de descuento de la moneda nacional que el BCR hará entrega por la conversión.

c) Debe crearse un clima estable para generar confianza en el sistema.

De no hacer un uso adecuado de estas variables que rodean al sistema CDI éste puede convertirse en un instrumento peligroso para la economía de un país por los riesgos inflacionarios que pueden derivarse del mismo.

Lamentablemente hasta la fecha, pese a que el sistema existe, no se ha realizado ninguna subasta debido a que el Gobierno no ha destinado el dinero requerido para dotar de recursos operativos a este sistema.