

UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS

FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIA POLÍTICA

UNIDAD DE POSTGRADO

**Ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el
Perú**

TESIS

para optar el grado académico de Doctor en Derecho y Ciencia Política

AUTOR

Vladimir Rodríguez Cairo

Lima – Perú

2010

ÍNDICE

	Nº	Página
RESUMEN		08
INTRODUCCIÓN		09
CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN		
1.1	Planteamiento del problema	12
1.1.1	Diagnóstico situacional	12
1.1.2	Preguntas de investigación	14
1.1.3	Justificación de la investigación	15
1.1.4	Delimitación metodológica	15
1.2	Objetivos	16
1.2.1.	Objetivo general	16
1.2.2.	Objetivos específicos	16
1.3.	Tipo de investigación	17
1.4.	Hipótesis de investigación	17
1.4.1.	Hipótesis general	17
1.4.2.	Hipótesis específicas	18
1.4.3.	Identificación de variables e indicadores	20
1.5	Métodos y diseño de la investigación	21
1.6	Población en estudio y selección de la muestra	23
1.7	Técnicas de recolección, medición y análisis de datos	25
CAPÍTULO 2: SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE VALORES		
2.1	Sistema financiero	26
2.1.1	Mercado financiero	28
2.1.1.1	Decisiones de ahorro e inversión en los mercados financieros	31
2.1.1.2	Funciones de los mercados financieros	32
2.1.1.3	Mercados financieros y los diversos submercados	32
2.1.2	Activos financieros	33
2.1.3	Intermediario financiero	34
2.1.4	Globalización de los mercados financieros	35
2.1.5	Imperfecciones del mercado y problemas de información	36
2.1.5.1	Fallas del mercado	36
2.1.5.2	Asimetría de la información en el mercado crediticio	39
2.1.5.2.1	Por el lado del prestatario	41
2.1.5.2.2	Por el lado del prestamista	42
2.2	Estructura regulatoria del sistema financiero	43
2.2.1	Banco Central de Reserva del Perú	45
2.2.2	Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras	

	Privadas de Fondos de Pensiones	47
2.2.3	Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores	48
2.3	Estructura del sistema financiero	48
2.4	Intermediación financiera	49
2.4.1	Intermediación indirecta	49
2.4.2	Intermediación directa	50
	2.4.2.1 Mercado de valores	51
	2.4.2.2 Estructura del mercado de valores	51
	2.4.2.3 Bolsa de Valores de Lima	53
	2.4.2.4 Principales Bolsas de Valores a nivel mundial	57
	2.4.2.5 Regulación del mercado de valores en el Perú	58
2.5	Instrumentos negociados en el mercado de valores	60
2.5.1	Títulos valores	61
	2.5.1.1 Valores materializados	63
	2.5.1.2 Valores desmaterializados	63
2.5.2	Valores mobiliarios	64
	2.5.2.1 Formas de representación de los valores	65
	2.5.2.2 Clasificación de los valores mobiliarios	66
2.6	Agentes intervinientes en el mercado de valores peruano	67
2.7	Financiamiento empresarial	69
	2.7.1 Fuentes de financiamiento	69
	2.7.2 Aspectos que deben considerarse al momento de obtener un financiamiento	70
	2.7.3 Mercado de fondos prestables	70
	2.7.4 Endeudamiento empresarial	72
	2.7.5 Criterios que deben tomarse en cuenta al momento de endeudarse	73
2.8	La emisión en el mercado primario de valores	73
	2.8.1 Emisión de acciones	74
	2.8.2 Emisiones de bonos	76
2.9	Análisis comparativo del mercado primario de valores con el sistema bancario como alternativa de financiamiento	79
2.10	Registro público del mercado de valores	80
2.11	Principio de transparencia en el mercado de valores	82
2.12	El Buen gobierno corporativo y el mercado de valores	83

CAPÍTULO 3: OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

3.1	Oferta pública de valores	86
	3.1.1 Naturaleza jurídica de la oferta pública de valores	87
3.2	Oferta pública primaria de valores en el Perú	89
	3.2.1 Colocación anual de ofertas públicas primarias en el Perú	90
	3.2.2 Oferta pública primaria de valores y producto bruto interno	92
	3.2.2.1 Crisis hipotecaria	92
	3.2.2.2 Evolución de las ofertas públicas primarias y PBI	96
3.3	Inscripción en el Registro Público de un valor objeto de oferta pública primaria	97
	3.3.1 Inscripción obligatoria y facultativa	98
	3.3.2 Plazo para la inscripción	99
	3.3.3 Información que deben presentar las empresas	99
	3.3.4 Requisitos para realizar una OPPV	101
3.4	Ofertas públicas primarias de bonos corporativos	104
	3.4.1 Bonos	105
	3.4.1.1 Definición	105
	3.4.1.2 Características de un bono	106
	3.4.1.3 Tipos de bonos	107

3.4.1.4	Bonos corporativos como alternativa de financiamiento	109
3.4.2	Evolución de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos y producto bruto interno	110
3.4.2.1	La dinámica internacional en la utilización de los bonos corporativos	111
3.4.2.2	La experiencia de Malasia	114
3.4.2.3	La experiencia de Chile	115
3.4.2.4	La experiencia de Colombia	116
3.4.2.5	Limitaciones en los mercados emergentes	118
3.4.3	Condiciones necesarias para la emisión de bonos	119
3.4.4	Contrato de emisión de bonos	120
3.4.5	Inscripción del bono en el RPMV	123
3.4.6	Participantes en una OPP de bonos corporativos	126
3.4.6.1	Emisor	126
3.4.6.2	Obligacionistas	128
3.4.6.3	Representante de los obligacionistas	130
3.4.6.4	Estructurador	131
3.4.6.5	Agente de intermediación	132
3.4.6.5.1	El Underwriting	133
3.4.6.5.2	Modalidades de colocación del underwriting	138
3.4.6.5.3	El underwriting en la legislación peruana	142
3.4.6.6	Clasificadora de riesgo	143
3.4.6.6.1	Antecedentes	143
3.4.6.6.2	Definición	144
3.4.6.6.3	Clasificación obligatoria y facultativa	144
3.4.6.6.4	Criterios para la clasificación	145
3.4.6.6.5	Fases de la clasificación de riesgo	145
3.4.6.6.6	Categorías de riesgo	145
3.4.6.7	Ente Regulador	148
3.4.6.8	CAVALI ICLV	148
3.4.7	Procedimiento para la colocación de OPP de bonos corporativos	149
3.4.8	Extinción del bono	152
3.4.8.1	Rescate del bono	152
3.4.8.2	Vencimiento del plazo	153
3.5	Colocación anual de bonos corporativos en el Perú	153
3.5.1	Evolución de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos	153
3.5.2	Número de ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú durante el período 2003-2008	157
3.5.3	Evolución del monto colocado a través de bonos corporativos en el Perú durante el período 2003-2008	159

CAPÍTULO 4: ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS QUE REALIZARON OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

4.1	Clasificación de las empresas en el Perú según rango de emisión de bonos corporativos	161
4.1.1	Análisis financiero de empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos por rango de emisión	163
4.1.1.1	Emisiones menores a US\$ 10 millones de dólares	164
4.1.1.2	Emisiones mayores a US\$ 10 millones y menores a US\$ 30 millones de dólares	165
4.1.1.3	Emisiones mayores a US\$ 30 millones y menores a US\$ 50 millones de dólares	167
4.1.1.4	Emisiones mayores a US\$ 50 millones de dólares	168
4.1.2	Perfil financiero mínimo de las empresas que realizaron	

	ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú según rango de emisión	169
4.2	Ranking de las empresas que colocaron bonos corporativos en el Perú	171
4.3	Clasificación de las empresas que emitieron bonos corporativos en el Perú	172
4.3.1	Clasificación según sus ingresos	172
4.3.2	Clasificación de las empresas por sectores	174

CAPÍTULO 5: ANÁLISIS DE LOS MONTOS COLOCADOS Y COSTOS DE EMISIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

5.1	Monto total colocado por empresa a través de bonos corporativos 2003-2008	176
5.2	Tasas de colocación de OPP de bonos corporativos en el Perú 2008	178
5.3	Empresas que colocaron anualmente mayores y menores montos a través de bonos corporativos 2003-2008	179
5.4	Montos máximos y mínimos colocados por empresa mediante bonos corporativos durante el período 2003-2008	184
5.5	Características del mercado crediticio peruano	186
5.6	Estructura de los costos de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos	187
5.6.1	Costo de los pasivos a largo plazo	190
5.6.2	Análisis del costo de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos	191
5.6.2.1	Costos de emisión de bonos corporativos en el mercado de capitales peruano	192
5.6.2.2	Costos de emisión de bonos corporativos en mercados de capitales de la región	200
5.6.2.3	Análisis de costos fijos de emisión de bonos corporativos	200
5.6.3	Factores limitantes para las ofertas públicas primarias de bonos corporativos	203
5.7	Costos de emisión de una oferta pública primaria de bonos corporativos para diversos niveles de riesgo	203

CAPÍTULO 6: RIESGO DE INCUMPLIMIENTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

6.1	Riesgo de incumplimiento	206
6.2	Riesgo país y elevadas tasas de intermediación financiera	208
6.2.1	Medición del riesgo país	209
6.2.2	Escalas de clasificaciones de las agencias de rating	210
6.2.3	Grado de inversión	211
6.2.4	Grado especulativo	211
6.3	Sistema de garantías en una emisión de bonos	212
6.4	Ejecución de garantías específicas en la emisión de bonos	215
6.4.1	Elementos fundamentales para garantizar las obligaciones crediticias	215
6.5	Tiempos de ejecución de las garantías en el Perú	216
6.5.1	Ejecución de garantías en la ley de garantía mobiliaria	217
6.5.2	Extensión de la garantía mobiliaria	218
6.5.3	Efecto de la garantía mobiliaria en el crédito bancario	219
6.5.4	Ejecución de la garantía mobiliaria	220
6.6	Aspectos sobre la competencia y regulación	221

CAPÍTULO 7: OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL

DERECHO COMPARADO

7.1	Aspectos legales de las OPP de bonos corporativos en Chile	222
7.1.1	Objetivo de la Ley del Mercado de Valores	222
7.1.2	Oferta pública	223
7.1.3	Registro de valores	224
7.1.4	Intermediarios de valores	225
7.1.5	Disposiciones generales	225
7.1.6	Clasificación de riesgo	226
7.1.7	Emisión de títulos de deuda a largo plazo	227
7.1.8	Representante de los tenedores de bonos	229
7.1.9	De las garantías	231
7.1.10	Procedimiento para la colocación de oferta pública primaria de bonos corporativos	233
7.2	Aspectos legales de las OPP de bonos corporativos en México	237
7.2.1	Disposiciones preliminares	237
7.2.2	Del registro	240
7.2.3	Ofertas públicas de valores	241
7.2.4	Inscripción de un valor en el registro	242
7.2.5	Prospecto de colocación	243
7.2.6	Obligaciones de las emisoras	245
7.2.7	Intermediarios del mercado de valores	246
7.2.8	Calificadoras de valores	247
7.2.9	Tipificación de delitos en la ley del mercado de valores de México	248
7.3	Aspectos legales de las OPP de bonos corporativos en Colombia	250
7.3.1	Intervención del gobierno nacional	251
7.3.2	Sistema integral de información del mercado de valores	255
7.3.3	Emisores de valores	258
7.3.4	Ofertas públicas primarias	258
7.3.5	Participantes en una oferta pública primaria de bonos Corporativos	259
7.3.6	Requisitos para la emisión de bonos	259
7.3.7	Procedimiento para la colocación de ofertas públicas primarias de bonos corporativos	260
7.3.8	Disposición final	262
7.4	Aspectos legales de las OPP de bonos corporativos en España	264
7.4.1	Disposiciones generales	264
7.4.2	Comisión Nacional del Mercado de Valores	264
7.4.3	Mercado primario de valores	265
7.4.4	Sociedades de valores	268
7.4.5	Disposiciones generales	269
7.4.6	Obligación de las entidades emisoras	270
7.5	Aspectos Legales de las OPP de bonos corporativos en Argentina	271
7.5.1	Comisión Nacional de Valores	271
7.5.2	Oferta pública	272
7.5.3	Sociedades calificadoras	272
7.5.4	Bonos corporativos como alternativa de financiamiento en Argentina	274
7.5.4.1	Participantes en una oferta pública primaria de bonos corporativos	274
7.5.4.2	Procedimiento para la colocación de ofertas públicas primarias de bonos corporativos	275
7.6	Aspectos Legales de las OPP de bonos corporativos en Ecuador	278
7.6.1	Mercado de valores	278
7.6.2	Instrumentos negociados en el mercado de valores	278
7.6.3	Ofertas públicas primarias	279
7.6.4	Bonos corporativos como alternativa de financiamiento en Ecuador	279

7.6.5	Participantes en una oferta pública primaria de bonos corporativos	281
7.6.6	Procedimiento para la colocación de ofertas públicas primarias de bonos corporativos	282
7.7	Aspectos Legales de las OPP de bonos corporativos en Costa Rica	284
7.7.1	Colocación de ofertas públicas primarias de bonos corporativos	284
CAPÍTULO 8: PROPUESTA DE MODIFICACIÓN LEGAL Y TIPIFICACIÓN DE DELITOS		
8.1	Importancia de las reglas de juego claras	287
8.1.1	Debilidad institucional	287
8.1.2	Reglas de juego claras	289
8.2	Fundamentación de la modificación legal	295
8.3	Propuesta de modificación de la Ley del Mercado de Valores	300
8.4	Propuesta de modificación de la Ley General de Sociedades	302
8.5	Propuesta de tipificación de delitos en el Código Penal	305
	CONCLUSIONES	308
	RECOMENDACIONES	312
	BIBLIOGRAFÍA	314
	ANEXOS	320
Anexo N° 01:	Colocación anual de las ofertas públicas por emisor y tipo de moneda: 2003-2008	320
Anexo N° 02:	Estados financieros de empresas que realizaron OPP de bonos corporativos.	322
Anexo N° 03:	Resumen del prospecto marco Gloria S.A.	323
Anexo N° 04	Colocación anual de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos por emisor y tipo de moneda: 1991-1996	324
Anexo N° 05	Colocación anual de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos por emisor y tipo de moneda: 1997-2002	325
Anexo N° 06	Empresas que colocaron mayores montos en dólares	326
Anexo N° 07	Empresas que colocaron menores montos en dólares	327
Anexo N° 08	Empresas que colocaron mayores montos en soles	328
Anexo N° 09	Empresas que colocaron menores montos en soles	329

RESUMEN

La presente investigación “*Ofertas Públicas Primarias de Bonos Corporativos en el Perú*” tiene como propósito fundamental explicar por qué nuestra legislación sobre ofertas públicas primarias de bonos corporativos es muy dispersa haciendo inviable económicamente el financiamiento de montos pequeños.

Una alternativa fundamental para el financiamiento de las empresas es la oferta pública primaria de bonos corporativos a través del mercado de valores. Obtener financiamiento a través de la colocación de estos instrumentos financieros resulta más eficiente para las empresas que recurrir a un crédito bancario, por el menor costo financiero que implica una emisión de esta naturaleza. La evolución de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos se caracterizó por un dinamismo relativamente creciente durante los años 2003-2008.

Sin embargo, existe un limitado acceso de las empresas a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, el que se manifiesta de dos formas. Por un lado, son pocas las empresas que acceden al financiamiento a través de bonos corporativos debido a la inflexibilidad en lo referente a los requisitos a los cuales se encuentran sujetas estas ofertas públicas, lo cual dificulta las posibilidades de desarrollo de este mercado. En segundo lugar, la mayor parte de empresas que sí acceden al financiamiento a través de estos instrumentos son consideradas en su mayoría “grandes”, las mismas que por sus necesidades de financiamiento pueden diluir los costos fijos de emisión que implica una oferta pública primaria de bonos corporativos en nuestro país.

Este problema debe enfrentarse desde varias perspectivas. Nuestro marco legal debe promover una mayor competencia en la oferta de financiamiento empresarial, fortaleciendo el mercado primario de valores, para que éste se constituya en una verdadera alternativa de financiamiento que compita con el sistema bancario. Resulta necesario modificar nuestra legislación en lo referente a los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las ofertas públicas primarias de bonos corporativos para abaratar los costos de emisión.

En este sentido, sobre la base de la explicación de las restricciones normativas así como la comparación con otras legislaciones de la región, la presente investigación propone las modificaciones legales correspondientes que permitan un mayor acceso de las empresas a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos y a su vez, éstas se constituyan en la principal fuente de financiamiento empresarial de nuestro país.

INTRODUCCIÓN

La mayoría de los países de América Latina han logrado desarrollar considerablemente sus mercados de bonos en moneda local. Esta expansión ha contribuido a mejorar la eficiencia y diversificación de la intermediación financiera, a reducir la concentración de riesgos en el sector bancario y, un aspecto importante, a financiar los déficits fiscales de un modo no inflacionario.

La globalización de los mercados financieros ha promovido la competitividad y el crecimiento del sector empresarial a nivel mundial. Por tal motivo las empresas se han visto obligadas a diseñar estrategias de financiación para ejecutar proyectos de inversión rentables en un ambiente de gran competencia. De esta manera, las ofertas públicas primarias de bonos corporativos se han convertido en una alternativa de financiamiento complementaria al crédito bancario tradicional.

Es importante comprender que la promoción de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos juegan un papel fundamental en el desarrollo económico y en la profundización de los mercados de capitales de los países emergentes. Como demuestra la experiencia internacional, se requiere canalizar los recursos de largo plazo necesarios para la modernización empresarial, financiando aquellas inversiones asociadas con proyectos de infraestructura indispensables para la competitividad del país.

Los recursos que se obtienen a través de las emisiones de bonos corporativos permiten la ejecución de nuevos proyectos de inversión, adquisición de activo fijo, reestructurar deudas o simplemente para capital de trabajo. Sin embargo, la utilización de los bonos corporativos en nuestro país sigue siendo incipiente, entre otras razones, porque actualmente existen diversas limitaciones de carácter regulatorio y estructural que restringen su desarrollo. Aunque las autoridades han realizado importantes esfuerzos en materia normativa por profundizar el mercado de capitales, en el caso específico de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos se encuentra pendiente algunas modificaciones legales que permitan un mayor acceso a este mecanismo de financiamiento.

Pese a que en los últimos años se ha progresado notablemente, lo cual ha permitido desarrollar nuestro mercado de valores; sin embargo, se requiere de algunos cambios para que propicien su fortalecimiento y dinamismo. Resulta necesario que exista una adecuada legislación que permita el acceso de un mayor número de empresas.

Por lo expuesto, el trabajo de investigación titulado “**Ofertas Públicas Primarias de Bonos Corporativos en el Perú**”, permite explicar por qué la actual legislación es muy dispersa e impone restricciones normativas a las ofertas

públicas primarias de bonos corporativos en nuestro país. Asimismo, se plantea la modificación de nuestra Ley del Mercado de Valores, la Ley General de Sociedades así como la tipificación de delitos en el Código Penal con la finalidad de reducir el costo de emisión de las empresas que realicen ofertas públicas primarias de bonos corporativos y prevenir conductas delictivas en aquellas situaciones de intermediación con valores que no cuenten con autorización de la autoridad competente.

El trabajo se estructura por capítulos, con un resumen, en el cual se contempla el propósito de la investigación. El Capítulo 1 está referido al planteamiento metodológico de la investigación, dentro del cual se encuentra el planteamiento del problema, los objetivos, las hipótesis, así como los aspectos metodológicos de la investigación. El Capítulo 2, abarca el sistema financiero y el mercado de valores, donde se reseña los elementos que conforman el sistema financiero, la importancia del mercado de valores. Luego, el Capítulo 3, comprende las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú. El capítulo 4 abarca el análisis de las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos. El capítulo 5 está referido al análisis de los montos colocados y costos de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos. El capítulo 6 abarca el riesgo de incumplimiento en las ofertas públicas primarias de bonos corporativos. El capítulo 7 contiene el análisis de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el derecho comparado y en el capítulo 8 se encuentra la propuesta de modificación legal y tipificación de delitos; finalizando con las conclusiones y recomendaciones que se derivan de la investigación.

**OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS
DE BONOS CORPORATIVOS EN
EL PERÚ**

CAPÍTULO**1**

PLANTEAMIENTO METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN

1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1.1. DIAGNÓSTICO SITUACIONAL

Las finanzas empresariales contemplan fundamentalmente, dos tipos de decisiones: las decisiones de inversión, relacionadas con el uso del dinero y las decisiones de financiamiento, relacionadas con la procedencia del dinero. Si bien es cierto, las primeras son relativamente más importantes, el financiamiento es considerado uno de los principales obstáculos para las empresas por el elevado costo financiero que implica cualquier alternativa de financiamiento, ya sea recurriendo al sistema bancario tradicional o financiándose a través del mercado de valores, vía emisión de bonos o acciones.

En nuestro país, la mayor parte de empresas que se financian a través del sistema bancario lo hacen en condiciones desfavorables por las elevadas tasas de interés que implica un préstamo bancario. Solamente, las grandes empresas acceden a un financiamiento a tasas competitivas, y además, este sector empresarial puede financiarse a través del mercado de valores, ya sea emitiendo bonos o acciones.

En lo relacionado, al mercado de valores, las grandes empresas recurren a éste cuando el financiamiento a través del sistema bancario resulta insuficiente. De todas las alternativas que ofrecen los mercados de valores a nivel local o internacional, las empresas prefieren financiarse a través de la emisión de bonos corporativos en lugar de la emisión de acciones. En el caso peruano, sólo existen dos casos de emisión de acciones en los últimos seis años.

Por tal razón, la oferta pública primaria de bonos corporativos es uno de los aspectos que los diversos países del mundo se ocupan de regular de manera precisa y cuidadosa, pero siempre tomando en cuenta que el objetivo prioritario es la competencia y la regulación un instrumento para ello.

Sin embargo, uno de los principales problemas que existe en nuestro país es la dispersión de nuestra legislación sobre las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, ya que este tema se encuentra regulado tanto en la Ley del Mercado de Valores, Ley General de Sociedades y Ley General del Sistema Financiero y Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros.

La dispersión de nuestra legislación ocasiona sobrecostos a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, haciendo inviable económicamente el financiamiento de montos pequeños, resultando éstos mayores a los costos de emisión en otros países de la región.

Otra característica de nuestro mercado es que solamente las grandes empresas concentran la mayoría de las emisiones de bonos corporativos, ya que en las condiciones actuales, éstas pueden diluir los costos fijos que implica una emisión de bonos corporativos debido a que sus requerimientos de capital son relativamente significativos.

Por lo tanto, la problemática legal de la presente investigación consiste en explicar por qué nuestra legislación sobre ofertas públicas primarias de bonos corporativos es muy dispersa haciendo inviable económicamente el financiamiento de montos pequeños y ocasionando que sólo un número reducido de empresas hayan emitido bonos corporativos en nuestro mercado.

Es necesario que se promueva las ofertas públicas primarias de bonos corporativos para que el sector empresarial pueda financiar sus proyectos de inversión a menores costos financieros. Por ello, el presente estudio analiza las legislaciones sobre las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en países de la región.

Por otro lado, la complejidad de los mercados financieros se debe a la falta de información completa y perfecta, y a que la información entre acreedores y deudores es asimétrica, esto significa que los deudores potenciales saben más que los acreedores acerca del destino que le darán a

sus fondos, lo cual abre oportunidades para que surja el riesgo moral. La selección adversa y la posibilidad de riesgo moral crean imperfecciones en el mercado financiero que hacen imposible el equilibrio de oferta y demanda, por lo que se justifica algún tipo de intervención, sobre todo en el diseño de productos y tecnologías financieras apropiadas, así como en formar mejores gestores e intermediarios financieros para contrarrestar estas asimetrías.

Por lo tanto, resulta necesario *diseñar reglas de juego claras para el financiamiento empresarial a través de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos* y, a la vez, lograr que una amplia base de empresas emitan bonos corporativos a un menor costo financiero similar al de otros países de la región latinoamericana.

1.1.2 PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

Los problemas de investigación se formulan mediante las interrogantes siguientes :

Problema Principal

- ❖ ¿Por qué nuestra legislación sobre ofertas públicas primarias de bonos corporativos es muy dispersa haciendo inviable económicamente el financiamiento de montos pequeños y, a su vez, ocasiona que sólo un número reducido de empresas hayan recurrido a la emisión de bonos corporativos en el Perú?.

Problemas Específicos

- ❖ ¿Por qué las ofertas públicas primarias de bonos corporativos son realizadas fundamentalmente por grandes empresas?.
- ❖ ¿Cómo se origina en nuestro país los costos innecesarios a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos?.
- ❖ ¿Cómo es la incidencia de la asimetría de la información en la colocación al mercado de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos?.
- ❖ ¿Las ofertas públicas primarias de bonos corporativos se encuentran determinadas por el requerimiento de capital de las empresas?.
- ❖ ¿En qué medida es posible determinar un monto mínimo de emisión que permita reducir los costos de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, comparado con otros países de la región?.

1.1.3 JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

- a. El trabajo de investigación, permitió explicar por qué la actual legislación sobre las ofertas públicas primarias de bonos corporativos es muy dispersa haciendo inviable económicamente el financiamiento de montos pequeños.
- b. Se plantea las modificaciones legales correspondientes con la finalidad de reducir los costos de emisión de las empresas que realicen ofertas públicas primarias de bonos corporativos.
- c. Se requiere un estudio comparativo de las legislaciones de América Latina sobre las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, por lo que se considera que este trabajo contribuirá a mejorar el conocimiento sobre esta alternativa de financiamiento empresarial.
- d. Sobre la base del análisis de la situación actual y la legislación de los países de la región sobre ofertas públicas primarias de bonos corporativos se determina la importancia de la deuda corporativa en comparación con el Producto Bruto Interno.

1.1.4 DELIMITACIÓN METODOLÓGICA

1.1.4.1 Delimitación Temporal

Para el presente trabajo de investigación, se analizó la información estadística de nuestro país sobre ofertas públicas primarias de bonos corporativos durante el período 2003-2008, así como datos de los países de la región.

Para efecto de esta delimitación, el trabajo de investigación analiza la legislación relacionada con las ofertas públicas primarias realizadas por las empresas en el mercado y los costos que implica una oferta pública primaria de bonos corporativos.

1.1.4.2 Delimitación Espacial

La investigación se realiza a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos efectuadas en nuestro país. Para efecto de esta delimitación, es necesario definir el tamaño de las empresas, ya que la magnitud de los montos de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos se encuentra en relación directa al tamaño de los activos y en relación inversa a la tasa efectiva de financiamiento, que es el elemento esencial para que una empresa

tome la decisión de acceder al mercado o alguna fuente de financiamiento alternativa.

Al respecto, el sistema financiero, los bancos vienen empleando categoría que en promedio fluctúan entre los siguientes valores¹:

- Microempresa = ventas anuales menores a US\$ 50 000.
- Pequeña empresa = ventas anuales mayores a US \$ 50 000 y menores de US \$ 1 millón.
- Mediana empresa = ventas anuales mayores a US \$ 1 millón y menores a US \$ 30 millones.
- Gran empresa = ventas anuales mayores a US \$ 30 millones.

1.2 OBJETIVOS²

1.2.1 OBJETIVO GENERAL:

- ✓ Explicar por qué nuestra legislación sobre ofertas públicas primarias de bonos corporativos es muy dispersa haciendo inviable económicamente el financiamiento de montos pequeños y teniendo como consecuencia el reducido número de empresas que emitieron bonos corporativos en nuestro mercado.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS:

- ✓ Explicar por qué las grandes empresas son las que principalmente realizan ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú.
- ✓ Analizar el origen en nuestro país de los costos innecesarios a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos y su implicancia en el acceso al financiamiento de las empresas al mercado de bonos corporativos.
- ✓ Analizar la incidencia de la asimetría de la información en el mercado de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos.
- ✓ Determinar la relación de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos y el requerimiento de capital de las empresas en el Perú, estableciendo el perfil financiero mínimo.

¹ MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS, Resultado de Consulta Ciudadana: Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores; 116 páginas, Lima 23 de mayo de 2001, página 25.

² Carlos Eduardo MÉNDEZ ÁLVAREZ, en su obra “Metodología”, afirma que el proceso científico formulado a partir del planteamiento del problema, se orienta a la búsqueda de respuestas de la situación descrita, objeto de la investigación. Por ello es de ayuda responder a la pregunta: Para qué y qué busca con la investigación propuesta. Dar respuesta a esta interrogante permite delimitar el marco de estudio y sus alcances.

- ✓ Evaluar los costos de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos y los montos emitidos por las empresas en el mercado de bonos.

1.3. TIPO DE INVESTIGACIÓN

Por el nivel de conocimientos que se adquieren, el estudio es de tipo **Explicativo**.

El estudio es **explicativo** ya que se centra en explicar por qué nuestra legislación sobre ofertas públicas primarias de bonos corporativos es muy dispersa haciendo inviable económicamente el financiamiento de montos pequeños.

Asimismo, se explica por qué las emisiones de bonos corporativos en nuestro país son realizadas fundamentalmente por las grandes empresas.

Por tales razones, la investigación propone la modificación de nuestra legislación con la finalidad de reducir los costos de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

1.4. HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN³

1.4.1 HIPÓTESIS GENERAL (HG):

HG: “Nuestra legislación sobre ofertas públicas primarias de bonos corporativos es muy dispersa y se caracteriza por imponer sobrecostos innecesarios a las emisiones de bonos corporativos haciendo inviable económicamente el financiamiento de montos pequeños y teniendo como consecuencia, el reducido número de empresas que emitieron bonos corporativos en nuestro mercado”.

Variables:

1. Variable independiente:

- Sobrecostos.

2. Variable dependiente:

- Ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

³ Heinz DIETERICH STEFFAN, en su obra “Nueva Guía para la Investigación Científica”, sostiene que la palabra hipótesis es de origen griego, donde significa poner abajo, semejante a la acepción del término latín *suppositio* y del castellano *suposición*. Hoy en día se entiende como una afirmación razonada objetivamente sobre la propiedad de algún fenómeno o sobre alguna relación funcional entre variables (eventos).

1.4.2. HIPÓTESIS ESPECÍFICAS (HE):

HE N° 01: “En el Perú, las ofertas públicas primarias de bonos corporativos son realizadas fundamentalmente por las grandes empresas porque económicamente son más viables, ya que las necesidades de financiamiento y por ende el monto de emisión de este sector empresarial se encuentran por encima de los 10 millones de dólares, permitiendo diluir los costos fijos de emisión de los bonos corporativos en el mercado”.

Variables:

1. Variable independiente:

- Costos fijos de emisión.

2. Variable dependiente:

- Ofertas públicas primarias de bonos corporativos realizadas por grandes empresas.

HE N° 02: “En nuestro país la imposición de sobrecostos innecesarios a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos surgió de la Ley y no de la necesidad del mercado como en otros países del mundo”.

Variables:

1. Variable independiente:

- Ley del Mercado de Valores.

2. Variable dependiente:

- Ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

HE N° 03: “La asimetría de la información que se presenta en las colocaciones de ofertas públicas primarias de bonos corporativos se debe al desigual conocimiento de la situación económica y financiera real de la empresa emisora entre los obligacionistas y el emisor y se diluye mediante el establecimiento de garantías específicas en las leyes respectivas”.

Variables:

1. Variable independiente:

- Garantías específicas.

2. Variable dependiente:

- Asimetría de la información en las ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

HE N° 04: “El acceso de un mayor número de empresas al financiamiento mediante ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú está determinado por el requerimiento de capital de las empresas”.

Variables:**1. Variable independiente:**

- Requerimiento de capital.

2. Variable dependiente:

- Acceso de las empresas a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

HE N° 05: “El costo de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos será menor en la medida que el monto de emisión supere el punto de inflexión de los 10 millones de dólares, con el cual resulta un menor costo financiero siempre que se trate de instrumentos de deuda de bajo riesgo y el plazo sea relativamente largo”.

Variables:**1. Variable independiente:**

- Monto de emisión.

2. Variable dependiente:

- Costo de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

1.4.3 IDENTIFICACIÓN DE VARIABLES E INDICADORES

HIPÓTESIS	VARIABLES	INDICADORES
Hipótesis General	Variable dependiente	
<p>“Nuestra legislación sobre ofertas públicas primarias de bonos corporativos es muy dispersa y se caracteriza por imponer sobrecostos innecesarios a las emisiones de bonos corporativos haciendo inviable económicamente el financiamiento de montos pequeños y teniendo como consecuencia, el reducido número de empresas que emitieron bonos corporativos en nuestro mercado”.</p>	Ofertas públicas primarias de bonos corporativos.	Colocación anual de ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú
		Evolución de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos
		Número de ofertas públicas primarias en soles y dólares durante el período 2003-2008
		Empresas que se financiaron a través de bonos corporativos
		Monto total colocado en soles y dólares
		Mayores montos colocados en el mercado en soles y dólares.
		Menores montos colocados en el mercado en soles y dólares.
	Empresas según el ranking de las top 10,000 en el Perú al 2007.	
	Variable independiente	
	Sobrecostos	<p><i>Costos de preparación de la emisión:</i> estructuración, derechos notariales, asesoría legal, elaboración del prospecto marco y contrato de emisión y roadshow</p> <p><i>Costos de la fase de la oferta pública primaria de bonos corporativos:</i> clasificación de riesgo, registro de inscripción del valor (CONASEV), inscripción CAVALI, inscripción BVL, actualización Registros Públicos Contrato de Emisión, actualización del prospecto marco, publicación diarios, colocación.</p> <p><i>Costos de mantenimiento de la OPPBC:</i> comisión representante de obligacionistas, derechos de CAVALI, derechos de cotización BVL y CONASEV.</p> <p>Total costos de emisión en porcentaje del monto colocado en el mercado</p>
Hipótesis Específica Nº 01	Variable dependiente	
<p>“En el Perú, las ofertas públicas primarias de bonos corporativos son realizadas fundamentalmente por las grandes empresas porque económicamente son más viables, ya que las necesidades de financiamiento y por ende el monto de emisión de este sector empresarial se encuentran por encima de los 10 millones de dólares, permitiendo diluir los costos fijos de emisión de los bonos corporativos en el mercado”.</p>	Ofertas públicas primarias de bonos corporativos por las grandes empresas.	Número de ofertas públicas primarias de bonos corporativos de grandes empresas en el Perú: 2003-2008.
		Representatividad de las OPPBC de las grandes empresas en comparación con todo el mercado de bonos corporativos
		Evolución de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos
		Mayor y menor monto colocado en el mercado de ofertas públicas primarias de bonos corporativos
		Emisiones de bonos corporativos de las grandes empresas en soles y dólares
	Variable independiente	
	Costos fijos de emisión	<p>Costos fijos de emisión: estructuración, colocación, clasificación de riesgo (en porcentaje y en unidades monetarias).</p> <p>Costos de emisión para diversos niveles de riesgo</p> <p>Costos de emisión para diversos plazos</p> <p>Costo de emisión como porcentaje del monto total colocado en el mercado.</p>
Hipótesis Específica Nº 02	Variable dependiente	
<p>“En nuestro país la imposición de sobrecostos innecesarios a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos surgió de la Ley y no de la necesidad del mercado como en otros países del mundo”.</p>	Ofertas públicas primarias de bonos corporativos.	Tamaño del mercado de bonos en el Perú = OPPBC/PBI
		Tamaño del mercado de bonos corporativos en países de la región
		Tamaño del mercado de bonos corporativos en economías avanzadas
	Variable independiente	
Ley del Mercado de Valores.	<p>Costos de la fase de preparación de la emisión</p> <p>Costos de la fase de la oferta pública primaria de bonos</p>	

		corporativos
		Costos de la fase de mantenimiento de la oferta pública primaria de bonos corporativos
		Costos de emisión como porcentaje del monto colocado en países de la región
Hipótesis Específica N° 03	Variable dependiente	
"La asimetría de la información que se presenta en las colocaciones de ofertas públicas primarias de bonos corporativos se debe al desigual conocimiento de la situación económica y financiera real de la empresa emisora entre los obligacionistas y el emisor y se diluye mediante el establecimiento de garantías específicas en las leyes respectivas".	Asimetría de la información en las ofertas públicas primarias de bonos corporativos.	Estados financieros de las empresas emisoras de bonos corporativos
		Perfil financiero mínimo de las empresas emisoras de bonos corporativos.
		Ingresos de las empresas emisoras de bonos corporativos
		Principales ratios financieros de las empresas emisoras de bonos corporativos
	Variable independiente	
	Garantías específicas.	Riesgo de incumplimiento.
		Grado de inversión
Grado de especulación		
Hipótesis Específica N° 04	Variable dependiente	
"El acceso de un mayor número de empresas al financiamiento mediante ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú está determinado por el requerimiento de capital de las empresas".	Acceso de las empresas a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos	Ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú: 2003-2008
		Nuevas empresas emisoras de bonos corporativos
		Número de ofertas públicas primarias de bonos corporativo en el Perú: 2003-2008.
	Variable independiente	
Requerimiento de capital	Monto de emisión de bonos corporativos en dólares y soles	
	Requerimiento de capital de las empresas en el Perú	
Hipótesis Específica N° 05	Variable dependiente	
"El costo de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos será menor en la medida que el monto de emisión supere el punto de inflexión de los 10 millones de dólares, con el cual resulta un menor costo financiero siempre que se trate de instrumentos de deuda de bajo riesgo y el plazo sea relativamente largo".	Costo de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos	Costos de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú
		Costos de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en países de la región
		Costos de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en economías desarrolladas.
	Variable independiente	
	Monto de emisión	Monto de emisión en dólares y soles
		Monto de emisión por emisor
		Monto de emisión para diversos plazos
Monto mínimo de emisión		
	Monto de emisión para diversos niveles de riesgo	

1.5. MÉTODOS Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

1.5.1 Métodos

Analítico.- Mediante este método se busca la asociación o correlación entre variables: «cual es la causa, o cual es el efecto» los aspectos legales de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú

y su implicancia en el acceso al financiamiento de las empresas al mercado primario de valores.

El método analítico implica la descomposición del objeto de estudio, en sus partes constitutivas. Sobre esta base, se analizan las formas de financiamiento utilizadas en el mercado primario de valores: emisión de acciones y emisión de bonos.

Inductivo.- Este método involucra procedimientos que van desde lo simple o de lo particular hacia lo compuesto o general, es decir, de las partes (hechos individuales) al todo (generalizaciones).

En ese sentido, a través de este método, se recopilarán diversos datos relacionados a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos y sobre esa base, observar suficientes hechos referidos al marco legal del financiamiento a través del mercado primario de valores, analizarlos para descubrir sus analogías y diferencias, compararlos y tomar nota de sus características comunes y proponer las modificaciones correspondientes que permitan el acceso de este sector empresarial, generalizando sus características.

Comparativo, porque se establecen las diferencias existentes en el Derecho Comparado, es decir, los requisitos considerados en otras legislaciones que se imponen a las ofertas públicas primarias de instrumentos de deuda.

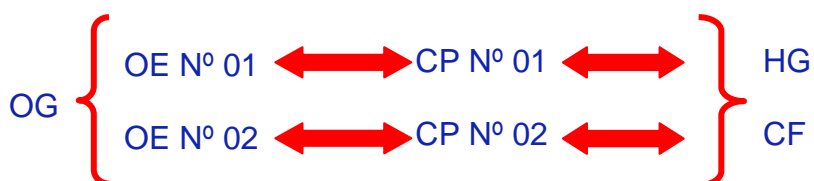
Asimismo, se recurre a este método para establecer las diferencias entre el financiamiento a través de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos y el financiamiento mediante el sistema bancario, contrastándolo con la realidad nacional y con países de la región.

1.5.2 Diseño No Experimental

En la presente investigación no se manipularon variables, se analizaron los aspectos legales del financiamiento empresarial en el mercado primario de valores, sin intervenir en su desarrollo.

Asimismo, se precisa que el diseño de la investigación es por objetivos, de acuerdo con el esquema siguiente:

OG: Objetivo General
OE: Objetivo Específico
CP: Conclusión Parcial
HG: Hipótesis General
CF: Conclusión Final



1.6. POBLACIÓN EN ESTUDIO Y SELECCIÓN DE LA MUESTRA

1.6.1 Población en estudio

Empresas que realizaron ofertas públicas primarias en el Perú, tanto en soles como en dólares durante el período 2003-2008.

Unidad de análisis

Empresas que colocaron bonos corporativos en el Perú, tanto en soles como en dólares durante el período 2003-2008.

1.6.2 Marco muestral

Para efectos del presente trabajo de investigación, se ha visto por conveniente considerar la información estadística sobre el mercado primario de valores elaborada por CONASEV y actualizada a diciembre de 2008.

1.6.3 Diseño muestral

Por la naturaleza de la investigación el diseño muestral es:

No Probabilístico, de tipo discrecional. En el muestreo no probabilístico la probabilidad no es igual para todos los elementos del espacio muestral; se realiza una selección al azar de los elementos de la muestra y no se utilizan procedimientos formales, los datos obtenidos a través de esta modalidad permiten generalizaciones de la población.

En el muestreo discrecional la selección de los elementos de la muestra la realiza un experto que indica al investigador qué elementos de la población son los que más pueden contribuir al estudio.

Procedimiento de muestreo

No se utilizaron procedimientos formales.

La muestra comprende a las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú.

Tamaño de la muestra

Para determinar la muestra dentro del universo, se aplicó la fórmula siguiente:

$$n = \frac{Z^2 p q N}{E^2 (N-1) + Z^2 p q}$$

Donde:

n = Tamaño de la muestra.

γ = Nivel o grado de confianza. Mide el nivel de confianza o fiabilidad en el estudio y es determinado por el investigador.

Z = Límite de confianza (valor de la distribución normal estandarizada que corresponde al grado de confianza seleccionado).

p = Proporción de aciertos (proporción de la población que cumple con la característica que nos interesa medir).

q = Proporción de errores (proporción de la población que no cumple con la característica que nos interesa medir).

E = Nivel de precisión para generalizar resultados. Margen de error permitido. Error muestral o máxima diferencia que el investigador está dispuesto a admitir entre la proporción de la población y la proporción muestral para el nivel de confianza que ha fijado.

N = Número de elementos del universo o población objeto de estudio. Es el conjunto de unidades elementales que poseen una característica en común que se desea estudiar. Puede estar conformado por personas, empresas, instituciones, productos, entre otros.

Nivel de confianza : 98%

Valor de la distribución : 2.33

Margen de error estadístico: + - 2%

Representatividad

De acuerdo con la información sobre las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos comprendidas en la muestra representan el 69.57% del total de empresas que recurrieron al mercado de valores mediante bonos corporativos como alternativa de financiamiento.

Universo: empresas que realizaron OPP de bonos corporativos en el mercado de valores	69 (100%)
--	--------------

Empresas que emitieron bonos corporativos en el Perú seleccionadas para la muestra	48 (69.57%)
--	----------------

Considerando un límite de confianza de 98% y un margen de error del 2% y luego de ajustar la muestra inicial, se ha determinado que el

tamaño de la muestra bajo el supuesto de la máxima dispersión ($p=q=0.5$), es de 47 empresas elegidas.

$$n = \frac{(5.4289) (0.5) (0.5) (48)}{(0.0004)(47)+(5.4289)(0.5)(0.5)}$$

$$n = 47$$

1.7. TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN, MEDICIÓN Y ANÁLISIS DE DATOS

1.7.1 Técnicas de recolección de datos

De acuerdo al contexto de la investigación se utilizaron las técnicas siguientes :

1. Entrevistas aplicadas a los especialistas y expertos sobre aspectos legales de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos.
2. Análisis documental de la información relacionada con los aspectos legales y técnicos de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos.
3. Análisis documental de las legislaciones de diversos países en materia de ofertas públicas primarias de bonos corporativos.
4. Análisis estadístico de los datos relacionados con las colocaciones de ofertas públicas primarias de bonos corporativos en nuestro país durante el período 2003-2008.

1.7.2 Validez y confiabilidad de las técnicas de recolección de datos

A fin de verificar que las técnicas de recolección de datos poseen los criterios de validez y confiabilidad, se efectuó una evaluación previa a cargo de especialistas.

CAPÍTULO**2**

SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE VALORES

2.1. SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero está constituido por el conjunto de empresas bancarias, financieras y demás entidades de derecho público o derecho privado, debidamente

autorizadas para operar en la *intermediación financiera*⁴. Esta labor de intermediación es llevada a cabo por entidades que componen el sistema financiero, y se considera básica para realizar la transformación de los activos financieros, denominados primarios, emitidos por los agentes deficitarios (con el fin de obtener fondos para aumentar sus activos reales), en activos financieros secundarios, más acordes con las preferencias de los ahorradores.

De igual manera, el concepto de sistema financiero abarca el conjunto de normas, instrumentos y regulaciones que recaen sobre personas y entidades que operan en la intermediación financiera.

La principal función del sistema financiero es captar los excedentes de recursos de los agentes superavitarios para transferirlos a los agentes deficitarios. En ese sentido, el sistema financiero canaliza el ahorro hacia la inversión y el consumo, movilizand o activos financieros, para tres fines: liquidación de transacciones, mantenimiento precautorio de reservas y usos especulativos.

Jorge Fernández Baca⁵ sostiene que cuanto más grande y sólido sea el sistema financiero de un país o una región, mayores serán las oportunidades de inversión que se irán creando y explotando, lo que permitirá un crecimiento económico sostenido y la subsecuente mejora en los niveles de empleo y de vida. Si el sistema financiero es pequeño y débil, muy pocas serán las oportunidades de inversión que puedan ser aprovechadas adecuadamente, y el país o región estará condenado al estancamiento y la pobreza.

Los elementos fundamentales que configuran un sistema financiero son:

- 1) Mercados financieros.
- 2) Instrumentos financieros o activos financieros.
- 3) Intermediarios financieros.



⁴ La Ley General del Sistema Financiero y Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – Ley N° 26702 del 09/12/1996, en su glosario de términos establece que la Intermediación Financiera es la actividad que realizan las empresas del sistema financiero consistente en la captación de fondos bajo cualquier modalidad, y su colocación mediante la realización de cualquiera de las operaciones permitidas por ley.

⁵ FERNÁNDEZ BACA Jorge, *Teoría y Política Monetaria*, Primera edición, Universidad del Pacífico, Lima 2008, página 43.

2.1.1 MERCADO FINANCIERO

Es el mecanismo o lugar a través del cual se interrelacionan agentes deficitarios y superavitarios, ofertantes y demandantes de activos financieros, dentro de un marco institucional constituido por reglas formales (leyes) e informales (costumbres)⁶; la interacción de la oferta y la demanda determinan los precios de los activos financieros.

Jeffrey Sachs y Felipe Larraín⁷ sostienen que los mercados financieros no son como los mercados de productos físicos en que los bienes comerciados se entregan inmediatamente. En una transacción financiera, el comprador recibe una obligación de pago en cierta fecha futura y, en consecuencia, estas transacciones se sustentan en la confianza del inversionista en que la obligación será cumplida. Debido a que los instrumentos financieros involucran compromisos futuros que pueden cumplirse, o no, los mercados financieros son susceptibles a una amplia variedad de males, como fraudes y pánicos⁸, que no son característicos de otros mercados. Por esta razón, los gobiernos han reconocido la necesidad de una firme regulación de los mercados financieros⁹. Un objetivo es ofrecer información a todos los inversionistas potenciales de modo que puedan tomar sus decisiones con conocimiento adecuado.

Jorge Witker¹⁰ afirma que para los liberales la sociedad civil existe independientemente del mercado, y en ella los individuos se desarrollan con todas

⁶ Douglass North en su obra "Instituciones, Cambio Institucional y Desempeño Económico", define las instituciones como las reglas de juego de una sociedad o más formalmente, son las limitaciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción humana. Por consiguiente, estructuran incentivos en el intercambio humano, sea político, social o económico. Sostiene que las instituciones pueden ser formales e informales. Las primeras son reglas escritas en las leyes y reglamentos y son restricciones creadas por el hombre para resolver problemas específicos. Por otro lado, las instituciones informales son las reglas no escritas, que se van acumulando con el transcurso del tiempo y quedan registradas en los usos y costumbres. North obtuvo el Premio Nóbel de Economía en 1993 "Por haber renovado la investigación de la historia económica aplicando la teoría económica y métodos cuantitativos para explicar el cambio económico e institucional".

⁷ SACHS Jeffrey - LARRAIN Felipe, Macroeconomía en la Economía Global; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 790 páginas, México 1 994, página 623.

⁸ El término *pánico* se refiere a la reacción irracional por parte de los inversionistas que no tiene justificación en la realidad. El ejemplo clásico es el retiro masivo de los depósitos de un banco: cuando todos los depositantes de un banco tratan de sacar su dinero al mismo tiempo, el banco se ve forzado a vender sus activos a precios de penuria, lo que causa la quiebra. A los depositantes que no entraron en pánico les va peor que aquellos que sí entraron en pánico.

⁹ Normalmente la pérdida de confianza de los mercados origina un círculo vicioso de colapso financiero y económico.

¹⁰ WITKER VELASQUEZ Jorge, Introducción al Derecho Económico; McGraw-Hill interamericana Editores S.A., México 2008, página 63.

sus pasiones y virtudes. El mercado es un elemento más de lo social, el cual debe someterse a las leyes derivadas del contrato social que es el derecho. En cambio, los neoliberales hacen del mercado el centro de lo social, pero su visión del mercado está restringida sólo a los mercados de los sectores financiero y bursátil, que son el eje de toda su concepción y su orientación sociopolítica. En torno a ellos giran los otros mercados de bienes y servicios a los que acuden los agentes económicos.

Joseph Stiglitz¹¹ considera que el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha cambiado profundamente a lo largo del tiempo. Fundado en la creencia de que los mercados funcionan muchas veces mal, ahora proclama la supremacía del mercado con fervor ideológico. Fundado en la creencia de que es necesaria una presión internacional sobre los países para que acometan políticas económicas expansivas –como subir el gasto, bajar los impuestos o reducir los tipos de interés para estimular la economía– hoy el FMI típicamente aporta dinero sólo si los países emprenden políticas como recortar los déficits y aumentar los impuestos o los tipos de interés, lo que contrae la economía¹².

El sistema financiero será el marco, dentro del cual los diversos agentes económicos, superavitarios (familias, empresas, gobiernos y resto del mundo) y deficitarios (familias, empresas, gobiernos y resto del mundo), buscarán los instrumentos financieros que requieran.



Para Augusto de la Torre y Sergio Schmukler, mientras el desarrollo financiero en las economías industriales más grandes empezó a aumentar marcadamente en los años setenta, los mercados financieros latinoamericanos permanecieron estancados hasta principios de los años noventa. Sin embargo,

¹¹ DE LA TORRE Augusto – SCHMUKLER Sergio, Mercados de capitales emergentes; Banco Mundial en coedición con Mayol Ediciones S.A., 260 páginas, Colombia 2008, páginas 61-65.

¹² Paul Krugman, Premio Nóbel de Economía en el año 2008, en su obra "De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis del 2008", afirma que a nadie le gusta el FMI. Si a alguien le gustara sería una mala señal, pues el FMI es un "prestamista" para los gobiernos nacionales: es el lugar al que van en busca de dinero cuando tienen problemas. Y los prestamistas de última instancia se supone que practican un amor doloroso: darle lo que usted necesita en vez de lo que quiere y en el proceso, obligarlo a poner la casa en orden.

desde ese período, los mercados de capitales en la región han crecido considerablemente. La capitalización doméstica promedio del mercado accionario en términos del PBI en los siete mercados más grandes de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela) aumentó en más del triple durante este período, creciendo el 12% en 1990 hasta el 32% en 1995 y a 42% en el 2004¹³.

Sostienen que en los años recientes, con la acumulación de evidencia sobre el hecho de que el desarrollo financiero no solamente está correlacionado con una economía saludable sino que realmente tiende a ocasionar crecimiento, un creciente interés ha surgido en entender los determinantes del desarrollo del mercado financiero. La literatura ha resaltado el papel de muchos factores, incluyendo las políticas fiscales y monetarias, los niveles de ingreso y especialmente, el entorno institucional y legal.

Las políticas monetarias y fiscales, al igual que la estabilidad macroeconómica general, están relacionadas positivamente con el desarrollo del mercado de capitales. La razón es que la creación de contratos financieros se hace más difícil en entornos de alta inflación. Las empresas y los individuos encuentran más difícil planear cuando los valores futuros a realizarse son inciertos y, por consiguiente, es menos probable que éstos se involucren en contratos financieros cuando la inflación se predice en forma imperfecta. Adicionalmente, las elevadas tasas de inflación (aun si son esperadas) pueden agravar las fricciones del mercado de crédito, llevando al racionamiento del crédito y a una menor inversión. La inflación elevada también distorsionan los precios relativos y crean incentivos a favor de los proyectos de corto plazo, desestimulando las inversiones de largo plazo.

El entorno institucional y legal más amplio juega un rol importante en el desarrollo de los mercados financieros. Las leyes y los mecanismos de exigibilidad que protegen a los inversionistas, definen los derechos de propiedad de manera clara, y reconocen que los arreglos contractuales privados son cruciales para el funcionamiento adecuado de los mercados financieros. Una literatura extensa y creciente acerca de leyes y finanzas enfatiza el papel de las instituciones al explicar las diferencias en el desarrollo financiero entre países. La evidencia empírica muestra que regulaciones que protegen a los acreedores y a los inversionistas minoritarios están asociadas con mercados financieros más desarrollados y más activos, con mayores valuaciones, menor concentración de la propiedad y del control, y mayores pagos de dividendos.

Finalmente, otro factor que puede afectar el desarrollo del mercado financiero, es el tamaño de la economía. Los mercados de títulos valores pueden ganar eficiencia ampliando su volumen y el número de participantes a través de los efectos por el lado de la oferta (economías de escala y alcance) y de la demanda (externalidades de red). Hay más información disponible en las economías más grandes, lo que reduce los costos de información, para los inversionistas extranjeros y locales. También, las economías más grandes tienden a tener empresas más grandes, que es más probable que cumplan el umbral del tamaño mínimo necesario para alcanzar una adecuada liquidez.

¹³ FABOZZI Frank - MODIGLIANI Franco - FERRI Michael, Mercados e Instituciones Financieras; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, México 1996, páginas 9-10.

2.1.1.1 Decisiones de ahorro e inversión en los mercados financieros

Las posibilidades de un agente económico de financiar a otros o su necesidad de recibir financiamiento, depende de la relación entre el ahorro (A) y la inversión (I) en un determinado período¹⁴. Básicamente, las situaciones que pueden plantearse son las siguientes:

1) Agente superavitario (Ahorro > Inversión).

El agente económico puede adquirir activos financieros (prestar fondos) o reducir sus pasivos financieros (pagar deudas).

2) Agente deficitario (Inversión < Ahorro).

El agente económico puede aumentar sus pasivos financieros (deudas) y obtener fondos vendiendo los activos financieros que posee.

¹⁴ En el mercado de capitales del mundo real hay agentes que tienen exceso de dinero y pueden prestar a aquellos agentes que tienen escasez de dinero, a cambio de unos intereses. Sin embargo, es necesario tomar en cuenta que una recesión es normalmente un asunto del público en general que procura acumular efectivo (esto es ahorra más de lo que invierte) y generalmente, ello se puede curar simplemente con la emisión de más dinero. Los emisores de dinero en el mundo son conocidos como bancos centrales, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria, aumentando o retirando dinero. En otras palabras, las recesiones se pueden combatir simplemente imprimiendo dinero. En 1987, el mercado bursátil de los EEUU se derrumbó con un desplome en un día que fue tan severo como la caída del primer día en la crisis de 1929. Pero la Reserva Federal inyectó efectivo al sistema, por lo cual la economía real ni siquiera se desaceleró y el índice Dow Jones pronto se recuperó.

La *respuesta estándar* a una recesión es bajar la tasa de interés, permitiendo que los agentes pidan prestado a un bajo costo. Un banco central puede estimular a una economía deprimida reduciendo la tasa de interés y enfriar una que estuviera sobrecalentada elevando esa tasa.

La *respuesta clásica*, asociada con John Maynard Keynes, es que si el sector privado no gasta lo suficiente para mantener el pleno empleo, entonces el sector público tiene que utilizar esa capacidad al máximo. Hay que dejar que el gobierno pida prestado dinero y utilice los fondos para financiar proyectos de inversión pública y así crear empleos, lo que hará que la gente esté más dispuesta a gastar, lo que a su vez generará aun más empleos, y así sucesivamente. La Gran Depresión en EEUU se terminó gracias a un programa enorme de obras públicas financiado con déficit.

Si el gasto por parte del gobierno es una respuesta estándar a una economía estancada, bombear a los bancos es otra. Una opinión de muchos respecto de la Gran Depresión es que se prolongó tanto porque la crisis bancaria de 1930-1931 le infligió daño de largo plazo a los mercados crediticios. De acuerdo con este punto de vista, había hombres de negocios que estaban dispuestos a gastar más si hubieran tenido acceso al crédito, los cuales, de hecho, habrían sido prestamistas calificados. Pero los banqueros que hubieran podido hacer esos préstamos estaban ellos mismos quebrados o eran incapaces de recoger fondos debido a que la confianza del público en los bancos había tambaleado tanto.

Hoy en día, prácticamente el espectro completo de economistas, desde Milton Friedman hacia la izquierda, está de acuerdo en que la Gran Depresión fue precipitada por el colapso de la demanda efectiva y en que la Reserva Federal debió combatir la caída con grandes inyecciones de dinero.

Por lo tanto:

Demandante de fondos = Oferente de activos financieros.

Oferente de fondos = Demandante de activos financieros.

Los mercados financieros facilitan a los agentes económicos deficitarios que requieren capital (fondos prestables) lo tomen de aquellos que lo tienen disponible, los agentes superavitarios (inversionistas) ¹⁵.

Por ello, los mercados financieros permiten canalizar el ahorro interno y externo hacia los agentes deficitarios con la finalidad de que éstos lo inviertan en actividades productivas.

2.1.1.2 Funciones de los mercados financieros

Las cuatro funciones de los mercados financieros son:

- a) Poner en contacto a los agentes que intervienen.
- b) Mejorar el proceso de descubrimiento del precio (ser un mecanismo apropiado de fijación del precio de los activos).
- c) Proporcionar o aumentar la liquidez de los activos.
- d) Reducción de plazos y costos de intermediación.

2.1.1.3 Mercados financieros y los diversos submercados

En el mercado financiero cabe distinguir dos submercados ¹⁶:

A) Mercado de dinero o mercado monetario.

¹⁵ Fisher sustenta la teoría de los fondos prestables. La oferta y demanda de fondos prestables determina la tasa de interés. Una tasa de interés es el precio pagado por un prestatario o deudor a un prestamista o acreedor por el uso de recursos financieros durante un tiempo. Analizó la determinación del nivel de la tasa de interés en una economía preguntando ¿Por qué ahorran los agentes económicos? (es decir, por qué no consumen todos sus recursos financieros) y ¿Por qué otros agentes piden prestado?. El ahorro es la alternativa entre el consumo actual y futuro de bienes y servicios. Los individuos ahorran una parte de su ingreso actual para ser capaces de consumir más en el futuro. Los ahorros totales (o la oferta total de préstamos) disponibles en cualquier momento son la suma de los ahorros de todo el mundo y una función positiva de la tasa de interés. Las empresas reciben todos los préstamos y también los préstamos de los ahorradores para invertir. El invertir significa dirigir recursos hacia activos que incrementarán la capacidad futura de producción de la empresa.

¹⁶ Adaptado de COSTA Luis - FONT Mònserrat, Nuevos Instrumentos Financieros en la Estrategia Empresarial, Segunda edición, Editorial ESIC, Madrid 1 992, páginas 32-34.

Mercado en el que se llevan a cabo operaciones a corto plazo y por lo tanto, de elevado grado de liquidez; a su vez, el mercado de dinero se subdivide en: a) Mercado interbancario a corto plazo, b) Mercado de títulos.

B) Mercado de capitales.

Aquel mercado en el que se realizan operaciones a mediano y largo plazo; a su vez, este mercado se subdivide en:

a) Mercado de valores. No existe uniformidad en la doctrina respecto de la definición de mercado de valores. Sin embargo, la opinión mayoritaria inscribe al mercado de valores dentro del concepto, más amplio y genérico, de mercado de capitales, entendido como "... aquel en que se efectúa toda clase de inversiones o transacciones relativas a capitales o activos financieros, cualquiera sean su naturaleza, características o condiciones"¹⁷.

b) Mercado interbancario a largo plazo. Préstamos de entidades financieras, préstamos de la banca oficial, créditos sindicados, operaciones leasing, operaciones de ventas a plazos, operaciones factoring, sociedad capital riesgo, crédito hipotecario).

2.1.2 ACTIVOS FINANCIEROS

Llamados también instrumentos financieros, son valores emitidos u ofrecidos por agentes económicos deficitarios a los agentes superavitarios y que se caracterizan por incorporar derechos sobre activos reales¹⁸. Estos valores representan simultáneamente, una alternativa de financiamiento para el emisor o demandante de fondos (agente deficitario) y una alternativa de inversión para el ofertante de fondos o inversionista (agente superavitario)¹⁹.

¹⁷ TOLA NOSIGLIA José, El Mercado de valores y la Bolsa en el Perú; Mass Comunicación, Lima 1994, página 20.

¹⁸ Los activos reales, que a su vez pueden ser, tangibles e intangibles, se caracterizan por ser utilizados en el proceso de producción. Los bienes materiales de una sociedad se determinan, en última instancia, por la capacidad de producción de su economía, es decir, por los bienes y servicios que pueden crear sus miembros. Esta capacidad es una función de los activos reales de la economía: la tierra, los edificios, las máquinas y el conocimiento que se puede emplear para producir bienes y servicios. Por lo tanto, los activos reales son utilizados para producir bienes y servicios. En contraste con dichos activos reales, están los activos financieros –acciones, bonos- que son la forma mediante las cuales los agentes en las economías desarrolladas tienen sus activos reales.

Mientras que los activos reales generan ingresos netos para la economía, los activos financieros simplemente definen la asignación de ingresos o patrimonio entre los inversores. Los particulares pueden escoger entre consumir su patrimonio ahora o invertir en el futuro. Si escogen invertir, podrán colocar su patrimonio en activos financieros mediante la compra de varios valores. Cuando los inversores compran estos activos reales tales como fábricas, equipos, tecnología o existencias. De esta forma la rentabilidad sobre valores procede finalmente de los ingresos generados por los bienes reales que fueron financiados por la emisión de aquellos valores.

¹⁹ Los activos financieros son derechos sobre los ingresos generados por los activos reales, esto es, derechos sobre los activos reales o ingresos generados por ellos. Si no podemos ser propietarios de una fábrica de automóviles (un activo real), sí podemos comprar acciones de Honda (activos financieros) y, por tanto, compartir los ingresos derivados de la fabricación de automóviles.

Los principales activos financieros negociados en los mercados financieros son los bonos²⁰, las acciones²¹, entre otros.

Los activos financieros tienen dos funciones económicas principales:

- a) Transferencia de fondos de aquellos que tienen un excedente para invertirlos en activos tangibles y,
- b) Transferir fondos en forma tal, que se redistribuya el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo, el cual se genera por los activos tangibles, entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos.

A su vez, los activos financieros pueden ser:

- **Activos financieros primarios.** Son los bonos o acciones emitidos por agentes económicos deficitarios. Son gestionados por los intermediarios del mercado, quienes a su vez los gestionan con los ahorradores o consumidores, ya sea en calidad de agentes, de corredores, etc.
- **Activos financieros secundarios.** Son las cuentas corrientes, cuentas de ahorro, letras de cambio, etc., que al ser aceptados por los ahorradores, generan flujos de fondos que transforman el corto plazo en largo plazo, de forma que todos los fondos recogidos en el corto plazo tienen capacidad potencial y real de ser prestados en el mediano y largo plazo.

2.1.3 INTERMEDIARIO FINANCIERO

Agente económico especializado (empresa especializada) en las actividades de compra-venta de contratos financieros (préstamos y depósitos) y activos financieros primarios y secundarios.

Los intermediarios financieros conectan prestamistas con prestatarios, aceptando fondos de los primeros y colocando fondos a los prestatarios.

Los intermediarios financieros están constituidos por diversas entidades, las que canalizan los ahorros o recursos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios a través de préstamos o inversiones.

Los intermediarios financieros incluyen:

- a) Sociedades de Depósito: Banco Central, Banco de la Nación, Empresas Bancarias, Empresas Financieras, Cajas Municipales de

²⁰ Constituyen una fuente de financiamiento con un determinado costo para el agente deficitario ya que éste debe pagar un interés a los tenedores del bono (inversionistas), además de los costos de emisión que implica realizar una oferta pública primaria de instrumentos de deuda.

²¹ Constituyen la fuente de financiamiento más barata que podría tener un agente deficitario ya que no tiene que pagar interés alguno, sino únicamente los costos de emisión y los beneficios cuando los hubiere, ya que los accionistas corren con el riesgo del negocio de la empresa, por esa razón a las acciones se les denomina capital de riesgo.

- Ahorro y Crédito, Cajas Rurales de Ahorro y Crédito, Cooperativas de Ahorro y Crédito, Fondos Mutuos de Inversión.
- b) Bancos de inversión (entidad estructuradora y entidad colocadora).
 - c) Empresas de Seguros: de vida, de propiedad, médicos, etc.
 - d) Fondos Privados de Pensiones.
 - e) Sociedades Agentes de Bolsa.
 - f) Sociedades tituladoras o fideicomisarios.
 - g) Empresas de custodia y depósitos de valores (CAVALI).
 - h) Empresas clasificadoras de riesgo.
 - i) Empresas de Arrendamiento Financiero.
 - j) COFIDE (Corporación Financiera de Desarrollo).
 - k) Otros.

2.1.4 GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La globalización de los mercados financieros hace referencia a su integración a nivel mundial en un mercado financiero internacional.

La globalización es el proceso mediante el cual la actividad económica trasciende las fronteras nacionales y regionales y se desarrolla a escala mundial, conformándose un mercado único. Se caracteriza por la internacionalización no sólo de la economía sino de casi todos los campos de la actividad humana. La globalización es la integración económica de países de todo el mundo. Ahora la Economía actual es intrínsecamente internacional. Por el proceso de internacionalización de la Economía mundial, lo que ocurre en un país afecta seriamente a las empresas industriales o de servicios de los demás países. Como es un proceso, influye prácticamente en todos los empresarios sean éstos grandes o pequeños, inclusive al productor del mercado local. En el decenio de los '90 el mundo entra en un período de prosperidad económica (bonanza económica global) debido a una confluencia de factores.

El mercado internacional permite negociar activos financieros con dos características: 1) Los activos emitidos se ofrecen simultáneamente a los inversionistas que se encuentran en varios países; 2) No están sujetos a la legislación de los países.

Debido a la globalización de los mercados financieros²² por todo el mundo, las entidades de cualquier país que buscan conseguir fondos no necesitan limitarse a sus *mercados domésticos* (en el que los emisores de activos financieros son residentes en el país en cuestión que es donde realizan sus emisiones y en donde dichos activos se negocian). Tampoco los inversionistas de un país se limitan a los activos financieros emitidos en sus mercados domésticos.

La globalización de los Mercados Financieros es el resultado de múltiples factores entre los cuales se pueden mencionar los siguientes:

- 1) *Desreglamentación o liberalización de los mercados* y de las actividades de los participantes en el mercado en los principales

²² FABOZZI Frank - MODIGLIANI Franco - FERRI Michael, Mercados e Instituciones Financieras; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, México 1996, páginas 9-10.

centros financieros del mundo;

- 2) *Avances tecnológicos* para monitorear los mercados mundiales, ejecutar órdenes y analizar las oportunidades financieras;
- 3) *Institucionalización* cada vez mayor de los Mercados Financieros (inversionistas institucionales como Fondos de Pensiones, Fondos de Inversión, etc., han pasado a dominar los mercados financieros en detrimento de los inversionistas individuales).

Es así, que en la actualidad los Mercados Financieros no son islas con vida independiente dentro de sus respectivos países. Por el contrario, se encuentran vinculados de modo tal que los capitales fluyen de un país a otro, sin importar nacionalidades ni fronteras, en busca de una adecuada mezcla de riesgo y rentabilidad. En un contexto de globalización, nuestro Mercado Financiero y dentro de éste el Mercado de Valores, deber ser competitivo y estar preparado para poder utilizar provechosamente el ingreso de capitales foráneos, sin que este flujo genere problemas adicionales en la economía. Un mercado competitivo y libre de trabas favorecerá el crecimiento del ahorro interno y propiciará su canalización, conjuntamente con el ahorro externo, hacia las actividades productivas.

Para Augusto de la Torre y Sergio Schmukler²³, los países en desarrollo han tratado en diferentes formas de atraer los nuevos capitales disponibles en los mercados internacionales. La liberalización financiera fue la ruta más directa hacia esta meta. La mayoría de los países en desarrollo liberalizaron sus sistemas financieros a finales de la década de 1980 y principios de los años noventa, algunos años después de la liberalización financiera en los países desarrollados (...). La globalización financiera coincidió con un alto grado de inestabilidad de los flujos de capital y de los sistemas financieros domésticos. Los desplazamientos repentinos en la disponibilidad de financiamiento externo debidos a cambios abruptos en la confianza de los inversionistas hacia los mercados emergentes han expuesto la vulnerabilidad de esos países. En particular, la crisis asiática de 1997 y la crisis rusa de 1998 generó conciencia acerca de la necesidad de manejar mejor los flujos de capital, a medida que las repentinas reversiones en los flujos internacionales obligaban a hacer ajustes macroeconómicos dolorosos en el frente doméstico. El contagio, uno de los subproductos de la globalización financiera, contribuyó adicionalmente a que el dolor fuera sentido no solamente por aquellos países en el epicentro de la crisis sino también alrededor de los mercados de capitales globales.

2.1.5 IMPERFECCIONES DEL MERCADO Y PROBLEMAS DE INFORMACIÓN

2.1.5.1 FALLAS DEL MERCADO

Las fallas del mercado tienen lugar cuando un mercado no asigna por sí solo los recursos de manera eficiente. Estas fallas surgen por las imperfecciones del mercado. Adam Smith²⁴, en su tratado de 1776 argumentaba

²³ DE LA TORRE Augusto – SCHMUKLER Sergio, Obra citada, página 18.

²⁴ Economista escocés (1725-1790), considerado como el padre de la Economía moderna y representante de la

que el mercado conduce, como si de una mano invisible se tratara, a la eficacia económica. Uno de los grandes logros intelectuales de mediados del siglo XX (debido a Gerard Debreu²⁵ y a Kenneth Arrow²⁶) consistía en fijar un conjunto de condiciones sin cuyo concurso la “mano invisible” de A. Smith no podía funcionar. Entre ellas se incluía un gran número de condiciones poco realistas, que la información fuera perfecta o la que establecía la perfección de la competencia. Aunque todo el mundo reconociera que estos supuestos eran poco realistas, existía la esperanza de que, si el mundo real no se alejaba demasiado de tales supuestos –si la información no fuera demasiado imperfecta-, entonces la teoría de la mano invisible seguiría sirviendo como descripción fiel de la economía. Pero esta esperanza se basaba más en la fe que en la ciencia.²⁷

En el mundo real actual, la información es incompleta y asimétrica (existen problemas de información)²⁸. Joseph Stiglitz²⁹ en sus investigaciones durante el último cuarto de siglo, ha demostrado que una de las razones de la invisibilidad de esa mano invisible es tan sencilla como que la mano no aparece por ninguna parte. Hasta en los países muy desarrollados, los mercados funcionan de manera considerablemente distinta a lo previsto por las teorías de los mercados perfectos.

La información es incompleta porque un cierto tipo de la información es difícil o incluso imposible de obtener en el mercado y/o los costos de adquisición son muy elevados. Surge cuando los precios de mercado no transmiten toda la información que se requiere para llevar a cabo el intercambio. Los dos efectos principales que genera sobre la conducta de los agentes son: incremento de la incertidumbre y el riesgo, y la formación de mercados incompletos y segmentados. El Estado puede atenuar el problema de la información incompleta a través de la generación directa de información, la regulación económica y en general, con el establecimiento de reglas.

Escuela Clásica. En su obra "Investigación sobre la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones", sostiene que la Economía es la ciencia de la riqueza, que esta se crea produciendo bienes, cosas, mercancías, de modo que la producción es el objeto fundamental de la Economía Política; que la verdadera razón de la riqueza de las naciones no está en el comercio ni en la acumulación de metales preciosos (como sostenían los mercantilistas) ni en la fuerza productiva de la tierra (argumento de los fisiócratas), sino en el trabajo humano - ya sea en la agricultura o en la industria - pero como éste es más o menos productivo, mucho depende de cómo está organizado y perfeccionado; que la productividad del trabajo aumenta con la división de éste.

²⁵ Francés nacionalizado en Estados Unidos. Obtuvo el Premio Nóbel de Economía en 1983 "Por sus estudios sobre el equilibrio del mercado".

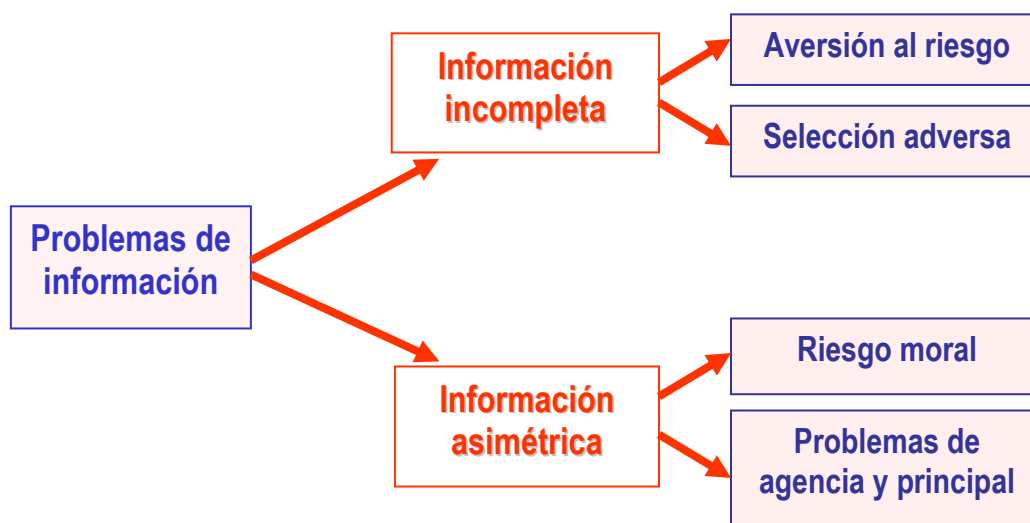
²⁶ En 1972, JOHN R. HICKS (Gran Bretaña) y **KENNETH J. ARROW** (Estados Unidos), obtuvieron el Premio Nóbel de Economía "Por sus aportaciones destacadas a la teoría general del equilibrio y del bienestar".

²⁷ STIGLITZ Joseph E., Los felices 90. La semilla de la destrucción; Santillana Ediciones Generales, 415 páginas, Argentina 2003, páginas 13-50.

²⁸ Existe información asimétrica o imperfecta cuando la información sobre la calidad y características de los bienes y servicios intercambiados no está distribuida de forma simétrica (igual) entre los consumidores y los productores, entonces, una de las partes de la relación económica sea comprador o vendedor tiene mejor o mayor información que la otra parte sobre una transacción. En los mercados de información asimétrica suele haber menos compradores y vendedores que cuando hay información perfecta.

²⁹ En el 2001, GEORGE A. AKERLOF, A. MICHAEL SPENCE y **JOSEPH E. STIGLITZ** (estadounidenses), obtuvieron el Premio Nóbel de Economía "Por sus análisis de los mercados con información asimétrica".

Los problemas de información consisten en información incompleta e información asimétrica. En el siguiente esquema³⁰ se puede apreciar el contenido de cada uno de estos problemas.



La aversión al riesgo significa que el agente económico no está dispuesto a asumir riesgos³¹. Supuesto que se suele plantear en las finanzas respecto al comportamiento de los inversionistas: se asume que a los inversores no les gusta el riesgo, por tanto para que alguien acepte asumir un mayor riesgo al realizar una inversión deberá esperar un mayor rendimiento de la misma.

La selección adversa es aquella situación por la cual, la política de precios conduce a que solamente los clientes menos convenientes contraten servicios; por ejemplo, un alza en los precios de los seguros conlleva a que sólo se aseguren los peores riesgos. Es el proceso por el que los miembros "poco atractivos" de un grupo de compradores o de vendedores tienen más probabilidades de participar en un intercambio voluntario.

El riesgo moral³² se refiere a la tendencia según la cual, las personas realizan menos esfuerzos para proteger los bienes que tienen asegurados contra robos o daños³³, es decir, la parte informada puede realizar la acción equivocada (no hacer lo suficiente para impedir el accidente). En general, existe riesgo moral cuando una de las partes de un acuerdo tiene un incentivo, después de logrado el acuerdo, para

³⁰ AYALA ESPINO José, *Instituciones y Economía*; Editorial Fondo de Cultura Económica, 396 páginas, México 2004, pag. 139.

³¹ VAN HORNE James y WACHOWICZ John Jr., en su obra "*Fundamentos de Administración Financiera*", sostiene que el riesgo es la variabilidad en los rendimientos que se esperan. Para el lenguaje común, el riesgo es simplemente un mal resultado. También es la probabilidad que ocurra algún evento desfavorable. Posibilidad que el rendimiento efectivo obtenido de una inversión financiera sea menor que el rendimiento esperado.

³² El término *riesgo moral* tiene su origen en la industria de los seguros. Hace mucho tiempo los aseguradores de incendios en particular observaron que los propietarios que estaban completamente asegurados contra pérdida tenían una tendencia interesante a sufrir incendios destructores, en particular cuando las condiciones cambiantes habían reducido el valor probable de su edificación en el mercado por debajo del valor cubierto por el seguro.

³³ FRANK Robert H, *Microeconomía y Conducta*; Editorial McGraw-Hill, 796 páginas, España 1 992, pág. 219.

actuar de una manera que le produzca beneficios adicionales a costa de la otra parte.

Por lo expuesto, la información constituye un importante factor en las elecciones y comportamientos de los agentes económicos.

Joseph Stiglitz³⁴, señala que suministrar información a una persona no supone reducir la cantidad que tienen otras. La eficiencia³⁵ requiere que se difunda gratuitamente o, más precisamente, que sólo se cobre el costo de transmitirla, los agentes privados suministrarán información suficiente, por la misma razón que los mercados no suministran bienes públicos³⁶. En consecuencia, los agentes privados no tendrán incentivos para producirla porque de hacerlo cualquier persona la podría usar sin pago alguno. Este problema desincentiva la producción privada.

2.1.5.2 ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN EN EL MERCADO CREDITICIO

El mercado crediticio se caracteriza por la existencia de asimetrías de información. Sin embargo, el esfuerzo dedicado al tratamiento de tales asimetrías ha estado sesgado hacia el problema del prestamista, quien podría responder restringiendo sus créditos ante la carencia de información de sus potenciales prestatarios. El problema de las asimetrías de información que enfrentan tanto los prestatarios como los prestamistas, tiene un efecto directo sobre el costo efectivo del crédito.

Cuando un banco o una entidad financiera conceden un préstamo, no saben con certeza si el cliente pagará el préstamo. El prestatario (agente deficitario) es el que cuenta con la mayor información pues es el único que conoce realmente su situación económica. El prestamista (agente superavitario) no tiene manera de saber quién es un buen riesgo y quién es un mal riesgo, hasta después de que el préstamo haya sido pagado y para entonces quizá sea demasiado tarde.

A los prestamistas (bancos) les importa si los prestatarios van a pagar sus préstamos (devolución del capital), pero puede resultar muy difícil saber por adelantado qué probabilidad hay de que un prestatario no pague. La probabilidad de que no pague es una característica oculta. Naturalmente que los bancos desean prestar a personas que paguen y evitar a las que no paguen. Los agentes deficitarios que tienen más probabilidad de no devolver sus préstamos son las que tienen mayor probabilidad de pedir prestado. Como consecuencia, los banqueros se encuentran ante un problema de selección adversa: los agentes deficitarios que solicitan créditos son las más arriesgadas.

Por lo tanto, a los bancos les preocupa obtener una selección adversa de prestatarios. Cuanto mayores sean las tasas de interés, mayor puede ser esta selección adversa: los prestatarios que tienen menor probabilidad de pagar los

³⁴ STIGLITZ J., Economía del sector público; Antoni Bosch Editores, Barcelona 1 988, pág. 112.

³⁵ La eficiencia se refiere a la relación medios-fines. Una organización o sistema es eficiente en la medida que cumpla los fines que se ha propuesto con el menor empleo de recursos posible. Significa hacer lo mismo en menos tiempo, en forma más mecánica, minimizando el empleo de los recursos.

³⁶ Los bienes públicos son el ejemplo extremo de externalidad positiva. Benefician de una manera indivisible a toda una sociedad, independientemente de que las personas deseen o no comprarlos. Se puede consumir en forma simultánea por todos y del que no se puede excluir a nadie. La falla del mercado suele manifestarse en que se ofrece una cantidad insuficiente de dicho bien.

préstamos son aquellos que están más dispuestos a pagar tasas de interés altas.

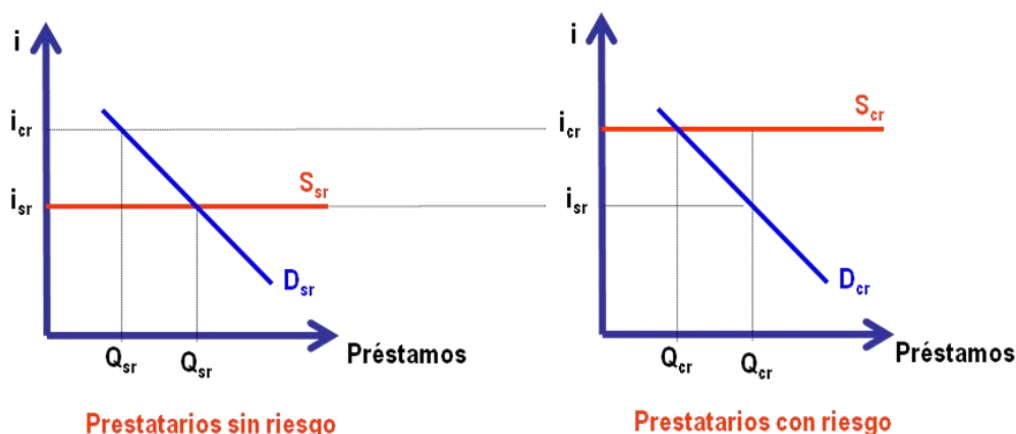
En el caso extremo, el agente deficitario que no tiene la intención de devolver su préstamo tratará de pedir prestada una cantidad ilimitada, sin importar la tasa de interés. Más aún, a tasas de interés suficientemente altas, sería la única persona dispuesta a pedir prestado. Debido a este problema de selección adversa, los prestamistas recurren a métodos que no utilizan precios para asignar los préstamos, como el **racionamiento de crédito**. Prestar a la gente de bajo riesgo es mucho menos costoso que prestar a gente de alto riesgo.

Si el banco puede clasificar a los prestatarios en prestatarios sin riesgo y prestatarios con riesgo, su curva de oferta de préstamos a los prestatarios sin riesgo será S_{sr} y para los prestatarios con riesgo será S_{cr} .

La alta tasa de interés a la que se ofrecen préstamos a los prestatarios con riesgo refleja el alto costo de prestarles.

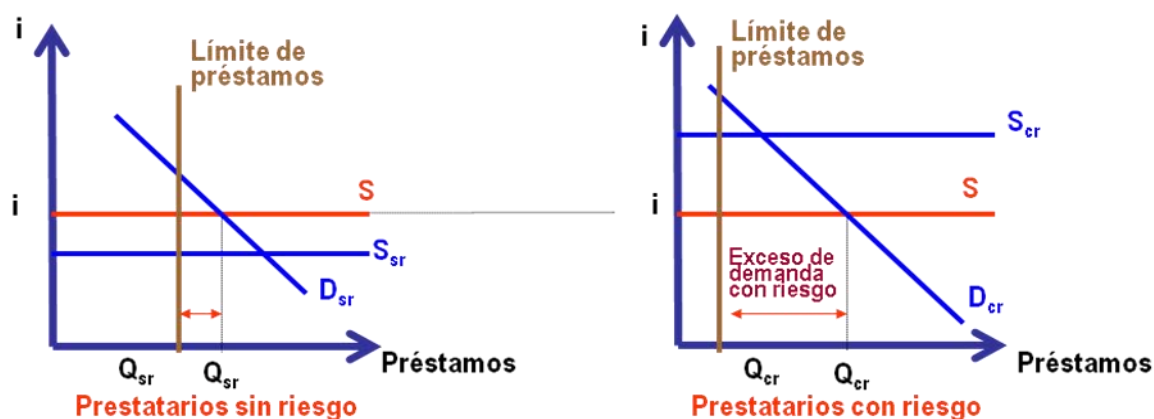
Generalmente, los bancos no participan en la gestión de los proyectos que financian, lo cual puede deberse a una decisión adoptada por las propias instituciones financieras, con el fin de preservar su reputación. Por consiguiente, no siempre es fácil para el prestamista obligar a las empresas a destinar el crédito que le ha concedido al fin al que iba destinarlo. Tampoco es fácil averiguar si la empresa tiene capacidad para devolver el préstamo. Esta es la principal fuente de los problemas de riesgo moral en las actividades crediticias. Por lo que estos problemas pueden llevar a racionar el crédito exactamente de la misma forma que la selección adversa.

Prestatarios de bajo y alto riesgo. Los prestatarios sin riesgo piden prestado Q_{sr} los clientes con riesgo piden prestado Q_{cr} . Para recuperar el dinero respecto a los prestatarios con riesgo, los bancos incurren en una gran cantidad de gastos persiguiendo y haciendo que se cumplan sus derechos.



Los bancos y las señales. Los bancos utilizan señales para discriminar a los prestatarios y racionan o limitan sus préstamos a montos o sumas inferiores a las demandadas (**límites de préstamos**).

Mediante la utilización de señales como la propiedad de una casa, el estado civil y la edad, los bancos restringen las cantidades que están dispuestos a prestar a cada tipo de prestatario. Los factores utilizados para establecer los límites de crédito tienen un efecto mayor sobre los prestatarios con riesgo que sobre los prestatarios sin riesgo. El exceso de demanda no obliga a que las tasas de interés suban porque los bancos no pueden distinguir cuál es la calidad de los prestatarios potenciales.



2.1.5.2.1 Por el lado del prestatario³⁷

La asimetría de información por el lado del prestatario se refiere a la desventaja de información que enfrenta éste con relación al prestamista (entidad financiera) sobre las condiciones crediticias (tasas de interés, comisiones, penalidades por incumplimiento, monedas, impacto del cambio en la tasa de interés de mercado, etc), conduciéndolo a tomar una decisión de endeudamiento ineficiente. Más aún, esta asimetría puede incrementar el costo efectivo del crédito que paga el prestatario, reducir la presión competitiva en el mercado, aumentar la rigidez en las tasas de interés activas y, con ello, dificultar la transmisión de la política monetaria³⁸.

Tradicionalmente, el mercado de crédito peruano ha requerido mayor transparencia en la información. La información difundida por los bancos ha sido compleja y difícil de ser analizada por la mayoría de prestatarios, debido principalmente a su falta de estandarización (las tasas de interés, comisiones, seguros y formas de cobro difieren entre los bancos). Un ejemplo de ello ha sido la publicidad empleada por algunas entidades para captar clientes, la cual habría estado induciendo al prestatario a confundir la tasa de interés con el costo efectivo del crédito.

El problema de la transparencia adquiere mayor relevancia cuando la población perteneciente a un segmento determinado no cuenta con la educación financiera adecuada para tomar decisiones eficientes de endeudamiento, característica presente principalmente en la población de bajos ingresos, ante la imposibilidad de realizar comparaciones entre los costos efectivos de sus distintas alternativas de financiamiento.

Sin embargo, en Julio de 2005 el Congreso de la República promulgó la Ley N° 28587 "Ley Complementaria a la Ley de Protección al Consumidor en Materia de Servicios Financieros", cuyo objetivo fundamental es la mejora en la transparencia y estandarización de la información crediticia y para depósitos.

³⁷ Banco Central de Reserva del Perú, "El Costo del Crédito en el Perú" 2002 (capítulo V).

³⁸ El análisis de los efectos de una variación de la cantidad de dinero permite explicar el mecanismo de transmisión monetaria, es decir, la vía por la cual las variaciones en la oferta monetaria se traducen en cambios de la producción (PBI), el empleo y el nivel general de precios. En ese sentido, asumamos que ante la existencia de rebrotes inflacionarios o tensiones inflacionistas el BCR decide llevar a cabo una política monetaria restrictiva o contractiva.

En concordancia con lo establecido en dicha Ley, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) publicó en diciembre de ese mismo año el Reglamento de la Ley. Dicho Reglamento estableció, entre otras cosas, una serie de requerimientos de divulgación de información financiera (en la publicidad y en los contratos financieros) así como un conjunto de programas informáticos a ser implementados, los cuales se irían cumpliendo según un cronograma de plazos (desde un día hasta 360 días) según la dificultad y complejidad de esas exigencias. Con todo ello, se espera los clientes del sistema financiero tengan acceso a información más completa, detallada y estandarizada, permitiéndoles ejercer una mayor presión competitiva en el mercado.

2.1.5.2.2 Por el lado del prestamista³⁹

La asimetría de información por el lado del prestamista surge del conocimiento parcial que tiene éste sobre el potencial deudor y sobre el destino final del crédito, el cual limita la efectividad del primero para determinar la verdadera capacidad y voluntad de pago del prestatario. Ello origina que los prestamistas, ante un incremento en las tasas de interés de mercado, respondan racionando sus créditos (Stiglitz y Weiss, 1981).

Al respecto, las centrales de riesgos fueron creadas con el objetivo principal de evitar el racionamiento de crédito, expandir el crédito formal y reducir las tasas de interés a través de la disposición de información al mercado sobre el historial crediticio de los prestatarios.

En los últimos años se ha producido grandes avances en el tema de la transparencia de información por el lado del prestamista, ya que se viene incrementando el número de registros de personas y empresas en las centrales de riesgos, tanto en la pública –Central de Riesgos Pública de la SBS- como en las dos privadas -CERTICOM e INFOCORP⁴⁰. Así, de un lado, el crecimiento de las entidades de microfinanzas –Cajas Municipales, Cajas Rurales y EDPYME- ha sido importante para expandir la frontera de nuevos sujetos de crédito, especialmente de aquellos pertenecientes a estratos de bajos ingresos.

De otro lado, el interés de los bancos por el segmento de microfinanzas se ha incrementado, lo cual también ha jugado a favor de la incorporación de nuevos prestatarios al sistema formal.

Asimismo, las centrales de riesgos privadas, por cuenta propia, han realizado esfuerzos importantes por incorporar nueva información a sus bases de datos, cuya principal fuente proviene de la Central de Riesgos Pública. Además de dicha

³⁹ Banco Central de Reserva del Perú, “El Costo del Crédito en el Perú” 2002 (capítulo V).

⁴⁰ La Superintendencia de Banca y Seguros tiene a su cargo un sistema integrado de registro de riesgos financieros, crediticios, comerciales y de seguros denominado «central de riesgos», el mismo que cuenta con información consolidada y clasificada sobre los deudores de las empresas del sistema financiero y de seguros.

Servicio que presta la Superintendencia de Banca y Seguros y las centrales de riesgo privadas (Infocorp y Certicom) consistente en el análisis de la información suministrada por las entidades de crédito sobre los riesgos bancarios asumidos por personas o empresas, con objeto de identificar a los prestatarios que puedan originar problemas de reembolso.

Una central de riesgo es un registro o base de datos que mantiene información sobre los consumidores, incluyendo datos demográficos, pautas de pago de distintos tipos de obligación de crédito y registros de deudas incobrables.

información, las centrales privadas adquieren nueva información de otras entidades y empresas no financieras del sector público y privado, tales como empresas de servicios públicos, casas comerciales, empresas proveedoras, etc.

Sin embargo, todavía existe espacio para el crecimiento de las centrales de riesgos, principalmente de las privadas. Actualmente existe información de un gran número potenciales sujetos de crédito que no está siendo utilizada por las centrales de riesgos, debido a la existencia de restricciones para su utilización. Por ejemplo, los organismos del Estado, que por la naturaleza de sus funciones almacenan información, podrían reunir esfuerzos por crear una gran base de datos centralizada, la cual podría ser puesta a disposición de las entidades del sistema financiero. En este proyecto también podrían participar las empresas y entidades del sector privado.

El resultado de este esfuerzo se reflejaría en la disminución de las tasas de interés en todos los segmentos, especialmente en los menos bancarizados. Esta reducción se daría gracias a la ganancia en eficiencia en costos operativos, ya que se facilitaría la labor de encontrar y acceder a información fidedigna sobre potenciales clientes carentes de historia crediticia.

2.2. ESTRUCTURA REGULATORIA DEL SISTEMA FINANCIERO

Douglass North⁴¹ sostiene que toda actividad organizada por los hombres entraña una estructura destinada a definir “la manera de jugar el juego”, se trate de una actividad deportiva o del funcionamiento de una economía. Esa estructura está compuesta de instituciones : reglas formales, reglas informales y las características para garantizar su cumplimiento (...). Las características que crean los seres humanos para ordenar su medio ambiente político y económico es el determinante básico del desempeño económico.

A continuación se puede apreciar la estructura regulatoria del sistema financiero peruano:



⁴¹ NORTH Douglass, *Para Entender el Proceso de Cambio Económico*; Grupo Editorial Norma, 261 páginas, Colombia 2007, página 81.

Los andamiajes erigidos por los seres humanos no sólo definen el juego económico y político, también determinan quiénes tendrán acceso al proceso de toma de decisiones. Definen además la estructura formal de incentivos y desincentivos que son una primera aproximación al conjunto de alternativas⁴².

En ese sentido, hoy es innegable que los Estados tienen, de forma común, mercados regulados, es decir, una maquinaria de intervención cuyas estructuras conceptualmente son las mismas y que son la base de sus constituciones económicas⁴³.

Carlos Hakansson⁴⁴ afirma que el principio de supremacía constitucional se interpreta en la Constitución de 1993 de acuerdo con los postulados de Kelsen, es decir, concebir a la Constitución como la norma fundante del ordenamiento jurídico y cumbre de una pirámide normativa.

Se trata de que el Estado a través de las entidades de regulación mantenga “su presencia intensa y extensa, pero ya no como titular excluyente de la actividad, sino como sujeto responsable de la ordenación, tanto de las estructuras de la misma, como del comportamiento de los sujetos que la ejercen en régimen de competencia”.

Joseph Stiglitz⁴⁵ sostiene que la regulación ejercida por el Gobierno puede y suele desempeñar un papel importante con miras a lograr un mejor funcionamiento de los mercados; sin ir más lejos, en la limitación del alcance de los conflictos de intereses tan habituales en la contabilidad como en el mundo de los negocios y finanzas en general. En el ámbito de la macroeconomía, de una u otra manera, el Gobierno siempre es el que termina recogiendo los platos rotos cuando las cosas no sales como debieran; del mismo modo, el contribuyente estadounidense fue quien terminó pagando los platos rotos que la desregulación bancaria rompió en las cajas de ahorro. Así pues, una mayor regulación redundaría en protección del país y sus contribuyentes contra tales riesgos.

El objetivo de la regulación no es tanto controlar a las empresas. Los aspectos fundamentales son: 1) Garantizar la prestación presente y futura del servicio de que se trate y 2) Establecer los niveles adecuados en la relación calidad-precio, según el grado de desarrollo y las prioridades que cada sociedad quiera establecer.

La competencia es el objetivo prioritario y la regulación el instrumento necesario para defender la competencia. Para que exista y funcione el mercado con corrección, es preciso en muchos casos que el Estado cree un sistema jurídico-institucional adecuado. Solo cuando el Estado asume sus funciones de creación de un marco institucional que impone limitaciones y deberes de hacer a aquéllos que

⁴² NORTH Douglass, Obra citada, página 86.

⁴³ Jorge Reynaldo VANOSI señala que la Constitución es el enunciado institucional de las grandes “reglas de juego” político y social que la comunidad adopta, para un cierto tiempo de su devenir histórico, por medio de un determinado reparto de competencias y con proyección u orientación hacia ciertos fines en los que la sociedad visualiza su porvenir.

⁴⁴ HAKANSSON NIETO Carlos, Curso de Derecho Constitucional; Palestra Editores, 490 páginas, Lima 2009, página 198.

⁴⁵ STIGLITZ Joseph E., obra citada, página 50.

actúan en estos sectores, puede originarse un mercado, imperfecto si se quiere, pero más eficiente que la gestión pública monopólica hasta ahora existente.

De acuerdo con José Ayala⁴⁶, la experiencia muestra que existe una secuencia en la aplicación de la reforma regulatoria. En primer lugar, la regulación y la competencia deben ser un paso previo a los cambios en la propiedad, no al revés. Ello supone abrir a la competencia a los monopolios públicos, para en seguida fijar una estructura regulatoria que admita que en el futuro la competencia será entre empresas privadas. Una estructura regulatoria adecuada es la mejor preparación para la privatización. El cambio de propiedad así concebido se reduce a un problema de oportunidad política, pero no de eficiencia.

En nuestro país, el BCRP y la SBSyAPFP tienen la calidad de Organismos Autónomos reconocidos constitucionalmente⁴⁷. Sin embargo, CONASEV no tiene dicha calidad. Las tres tienen en común la personería jurídica de Derecho Público Interno, autonomía funcional, administrativa y económica, pueden emitir disposiciones con carácter general y resoluciones sobre asuntos del sector, pero sobre todo, en el ejercicio de esa autonomía y en el cumplimiento de sus fines y funciones están sujetos exclusivamente a sus leyes orgánicas, lo que garantiza su independencia respecto de la injerencia que puedan tener de los otros poderes del Estado.

2.2.1 BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (BCRP)

La Constitución Política del Perú de 1993, en el Capítulo V, artículo 84^o señala que el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es persona jurídica de derecho público y que tiene autonomía en el marco de su Ley Orgánica⁴⁸. En este mismo artículo se establece que la finalidad esencial, del BCR es preservar la estabilidad monetaria.

La Ley Orgánica del BCR (26123) en los artículos 1^o, 2^o y 3^o reafirma esa autonomía y la sola sujeción a su ley. Se establece también la plena autonomía presupuestal del BCR, lo que es otro de los aspectos positivos. Queda pues, en el marco legal, determinada la autonomía de la que debe gozar el BCRP.

Sus funciones son: emitir billetes y monedas, regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales e informar al país sobre las finanzas nacionales.

⁴⁶ AYALA ESPINO José, *Instituciones para mejorar el Desarrollo*; Fondo de Cultura Económica, 448 páginas, México 2003, página 260.

⁴⁷ *Los Órganos Constitucionales Autónomos son órganos establecidos en la Constitución, que comparten atribuciones con los tres poderes del Estado, aunque su esfera de poder es más especializada y concentrada.* Según el orden que aparecen en la Constitución, son: Contraloría General de la República (artículo 82), Banco Central de Reserva del Perú (artículo 84), Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (artículo 87), Consejo Nacional de la Magistratura (artículo 150), Ministerio Público (artículo 158), Defensoría del Pueblo (artículo 161), Jurado Nacional de Elecciones (artículos 177 y 178), Oficina Nacional de Procesos Electorales (artículos 177 y 182), Registro Nacional de Identificación y Estado Civil (artículos 177 y 183), Tribunal Constitucional (artículo 201).

⁴⁸ La Constitución Política del Perú establece cuatro aspectos fundamentales para dar confianza a la moneda nacional: 1) Asigna al Banco Central el mandato fundamental de defender la estabilidad monetaria. 2) Otorga autonomía enmarcada por su propia Ley Orgánica, por lo cual la gestión técnica, administrativa y presupuestal del Banco se rige por esta Ley. 3) Delega el gobierno del Banco Central a un Directorio de 7 miembros que no representan interés particular y que pueden ser removidos por el Congreso sólo por falta grave. 4) Prohíbe financiar al sector público.

Mediante Ley 4500 del 09/03/1922 se creó el BCRP, entidad bancaria que por disposición de la ley 7137 del 18/04/1931 será absorbida por el BCRP. Posteriormente, con la ley 13958 del 31/01/1962 se norma el funcionamiento del BCR consolidándose como la entidad reguladora monetaria conforme lo disponía el artículo 12 de la Constitución Política de 1933 y reconociéndole su calidad de institución autónoma. Actualmente, a través del Decreto Ley 26123 del 24/12/1992, Ley Orgánica del BCRP, se le reconoce personería jurídica de derecho público, autonomía funcional e independencia económica.

El BCRP es una de las entidades más trascendentes de la vida económica peruana, ya que debe preservar la estabilidad monetaria, lo que se traduce en ausencia de grandes fluctuaciones en el valor de nuestra moneda, es decir, nuestra moneda no pierde valor a lo largo del tiempo, lo cual significa que el Banco Central mantiene estable el nivel general de precios. En ese sentido, para que el Banco Central cumpla con preservar la estabilidad monetaria debe regular la moneda implica que la cantidad de circulante (billetes y monedas) que corresponde emitir al Banco Central, debe ser compatible con el crecimiento de la actividad económica⁴⁹.

El artículo 83 de la Constitución Política dispone que “La ley determina el sistema monetario de la República. La emisión de billetes y monedas es facultad exclusiva del Estado. La ejerce por intermedio del BCR”.

Marcial Rubio⁵⁰ afirma que el sistema monetario de la República es el conjunto de billetes y monedas del Perú, que tienen como unidad al sol, así como al conjunto de normas que rigen su circulación y las garantías que para ello da el Estado (...). En el sistema monetario el Banco Central de Reserva es el organismo fundamental de regulación. Es una de las instituciones más importantes de la vida económica peruana, pues debe garantizar un buen manejo de la cantidad de dinero, del crédito y de la seguridad del país frente a las monedas extranjeras.

Pacífico Huamán⁵¹, sostiene que para un país cualquiera el sistema monetario es el conjunto de normas legales e instituciones que regulan la circulación del dinero dentro de dicho país. En este sentido, un sistema monetario implica la existencia de:

1) Una unidad monetaria a través del cual se mide el valor de los bienes y servicios producidos en la economía y por lo tanto, las relaciones de intercambio. La unidad monetaria actualmente es el nuevo sol.

⁴⁹ Milton Friedman, Premio Nóbel de Economía en 1976, en su obra “Economía Monetarista” afirma que la inflación -hace que el valor real del dinero se diluya en el curso del tiempo- es siempre y en todas partes un fenómeno monetario en el sentido de que es y sólo puede ser producida por un aumento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción. Por ejemplo, si el banco central es demasiado optimista respecto de cuántos empleos pueden crear y pone demasiado dinero en circulación, el resultado es una inflación. Y una vez que la inflación se ha establecido profundamente en las expectativas del público sólo se la puede arrancar del sistema a través de un período de desempleo temporalmente alto. Si se agrega algún shock externo que aumente los precios súbitamente (como una duplicación de los precios del petróleo), se obtendrá una receta para desagradables caídas de la economía, si no depresiones.

⁵⁰ RUBIO CORREA Marcial, Para conocer la constitución de 1993; Segunda edición, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 325 páginas, Lima 2009, páginas 155-156.

⁵¹ HUAMÁN SOTO Pacífico, Teoría y Política Monetaria; Cuarta edición, 226 páginas, Lima 1992, pág. 165.

2) Una institución que norme la circulación de dicha unidad monetaria, que en nuestros países es función de los bancos centrales.

3) Un conjunto de leyes, normas y procedimientos que deben observar las autoridades monetarias con la finalidad de preservar la estabilidad monetaria (Constitución y Ley Orgánica del Banco Central).

2.2.2 SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y ADMINISTRADORAS PRIVADAS DE FONDOS DE PENSIONES (SBSyAPFP)

Es una institución con personería jurídica de derecho público, autonomía funcional, administrativa y económica.

El artículo 87 de la Constitución dispone que la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones ejerce el control de las empresas bancarias, de seguros, de administración de fondos de pensiones, de las demás que reciben depósitos del público y de aquellas otras que, por realizar operaciones conexas o similares, determine la ley⁵².

La ley establece la organización y la autonomía funcional de la SBS y APFP.

El Poder Ejecutivo designa al Superintendente de Banca y Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones por el plazo correspondiente a su período constitucional. El Congreso lo ratifica.

Mediante D.Leg. 197 del 12/06/1981 se dicta su ley orgánica, la que reconoce su personería jurídica de derecho público, así como la autonomía funcional, administrativa y económica, conforme ya había sido establecida en el artículo 155 de la Constitución de 1979.

El 21/12/1992 se promulga la ley orgánica de la SBS, a través de la cual se reafirma su calidad de organismo autónomo y se dispone que el funcionamiento de la entidad se rige exclusivamente por su ley orgánica y por la ley de instituciones bancarias.

Actualmente, las actividades de la SBS están reguladas por la ley 26702 del 06/12/1996 ley general del sistema financiero y sistema de seguros y orgánica de la SBS.

⁵² Marcial Rubio Correa en "Para conocer la constitución de 1993", sostiene que el artículo 87 de la Constitución Política obliga al Estado a fomentar y garantizar el ahorro privado. Ello es de primera importancia porque solo cuando los ahorros están garantizados contra malos manejos o malos negocios de los bancos es que las personas se animan a hacer depósitos. Para ello, en el Perú existe un fondo de dinero que es utilizado para pagar los depósitos que han hecho las personas, hasta por un cierto monto, en bancos oficialmente reconocidos y que quiebren.

Naturalmente, el fomento y garantía del ahorro privado también requiere del Estado una cuidadosa supervigilancia sobre los bancos e instituciones financieras, la que es realizada por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones. Este organismo, en representación del Estado, ejerce el control de todas las empresas vinculadas al negocio de operar con depósitos del público, es decir, con ahorros privados.

2.2.3 COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (CONASEV)

Es una institución pública del Sector Economía y Finanzas. Tiene personería jurídica de derecho público interno y goza de autonomía funcional, administrativa y económica.

Se creó mediante ley 18302 del 02/06/1970 como organismo descentralizado del sector economía y finanzas, reconociéndole su autonomía funcional y administrativa pero no la de carácter económico. Posteriormente, a través del D.Ley 26126 del 29/12/1992 se aprobó el Texto Único Ordenado de la Ley Orgánica de CONASEV, norma que reconoce su autonomía funcional, administrativa y económica y se le atribuye las facultades de regulación, reglamentación, resolución, supervisión del mercado de valores y de control de las personas naturales y jurídicas.

La finalidad de CONASEV es promover el mercado de valores, velar por la transparencia, la correcta formación de precios y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para la adopción de las decisiones financieras relativas a los valores y la igualdad de trato a todos ellos. Asimismo, se encarga de dictar las normas que regulan el mercado de valores, así como de supervisar y controlar las diferentes instituciones que participan en dicho mercado.

2.3 ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero está comprendido, en primer lugar, por el mercado de valores y la banca de inversión y en segundo lugar, por el sistema bancario y no bancario.

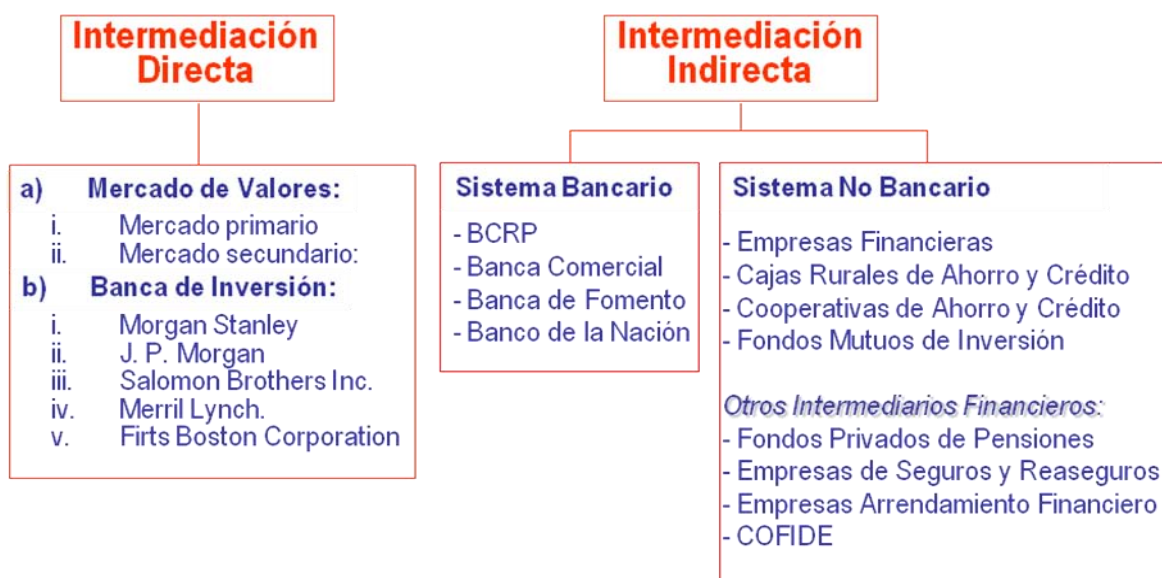
En el mercado de valores se negocian instrumentos financieros denominados también valores financieros. La banca de inversión⁵³ se especializa en operaciones de adquisición, venta, toma de participaciones, asesoramiento, intermediación de valores de renta fija y renta variable, actividades de banco agente y de ingeniería financiera para proyectos concretos o de financiación global de empresas. Estos bancos no suelen realizar operaciones de banca comercial.

En lo que se refiere a la intermediación indirecta la división que se hace es de sistema bancario y no bancario según la capacidad de crear una cantidad determinada de dinero o por la posibilidad de mantener cuentas corrientes u otros. Conceptualmente, el sistema bancario está constituido por intermediarios financieros que captan depósitos a la vista⁵⁴. Los intermediarios financieros bancarios son aquellos cuyos activos financieros indirectos son aceptados generalmente como medios de pago, es decir, son dinero. Participa en la creación de dinero. Sólo las instituciones que captan y operan con depósitos a la vista se

⁵³ MOCHÓN MORCILLO Francisco - ISIDRO APARICIO Rafael, Diccionario de Términos Financieros y de Inversión; Editorial McGraw-Hill, 414 páginas, España 1995.

⁵⁴ Cuenta Corriente Bancaria. Son de disponibilidad inmediata y tienen el mayor grado de liquidez comparado con otros depósitos.

consideran bancarias. El sistema no bancario opera sólo bajo otras formas de captación. Los intermediarios financieros no bancarios se caracterizan por emitir activos financieros que no son dinero en sentido estricto. Al no tener depósitos a la vista, participa en la de cuasidinero (son sustitutos cercanos pero con menos liquidez que el dinero: depósitos a plazo, ahorro), es decir, las instituciones no bancarias realizan otras formas de captación como depósitos en libretas de ahorro, colocación de certificados de depósito a plazo fijo con intereses, letras de cambio.



2.4. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Sistema conformado por mecanismos e instituciones que permiten canalizar los recursos financieros o fondos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios.

La intermediación financiera denomina a un tipo específico de servicio, es la actividad habitual consistente en la captación de fondos, bajo cualquier modalidad y su colocación en forma de créditos o inversiones. El proceso de intermediación puede ser indirecto y directo.

2.4.1 Intermediación indirecta: sistema bancario

En la intermediación indirecta participa un intermediario (generalmente un banco) que capta recursos del público (ahorristas) pagando por ellos tasas de interés pasivas y luego, los coloca en forma de préstamos, cobrando al segundo (agente deficitario) una tasa de interés activa. El diferencial entre las tasas activas y pasivas es el spread financiero que debe permitir la cobertura de los costos operativos y la generación de ganancias.



Paul Krugman⁵⁵, Premio Nóbel de Economía en el año 2008 por "*sus aportaciones a la Teoría de la Economía Internacional y la Geografía Económica y por su análisis de los patrones de comercio y la localización de la actividad económica*", afirma que, desde el punto de vista de un economista, los bancos están definidos no por lo que parecen sino por lo que hacen. Desde los días de aquellos emprendedores orfebres hasta el día de hoy, el aspecto esencial de la banca es la manera como promete acceso inmediato de efectivo a aquellos que colocan dinero a su cuidado, aun cuando invierten la mayoría de ese dinero en activos que no pueden liquidar de un momento a otro. Cualquier institución o arreglo que haga esto es un banco, así tenga o no un edificio de mármol grande.

Roberto Keil sostiene que el interés es conceptualizado como⁵⁶: a) suma de dinero que el deudor debe entregar a su acreedor por el uso del dinero de éste. b) precio del dinero, que es el valor del dinero expresado en término monetarios y se exterioriza como porcentaje, o sea, como tipo de interés o tasa de interés. La tasa de interés constituye un precio relativo básico en la economía. Mediante el manejo inducido de las tasas de interés, las autoridades monetarias buscan mantener la inflación bajo control y estimular el crecimiento económico.

El ahorrista (agente superavitario) y el demandante de fondos (agente deficitario) se vinculan indirectamente a través del intermediario, esto significa que las empresas financieras especializadas como los bancos y otras instituciones financieras son las que efectúan la transferencia de excedentes de recursos de los agentes superavitarios hacia los deficitarios.

Bajo el esquema de intermediación financiera indirecta, los agentes superavitarios no pueden identificar al destinatario final de sus fondos y consecuentemente, son incapaces de conocer el nivel de riesgo que asumen.

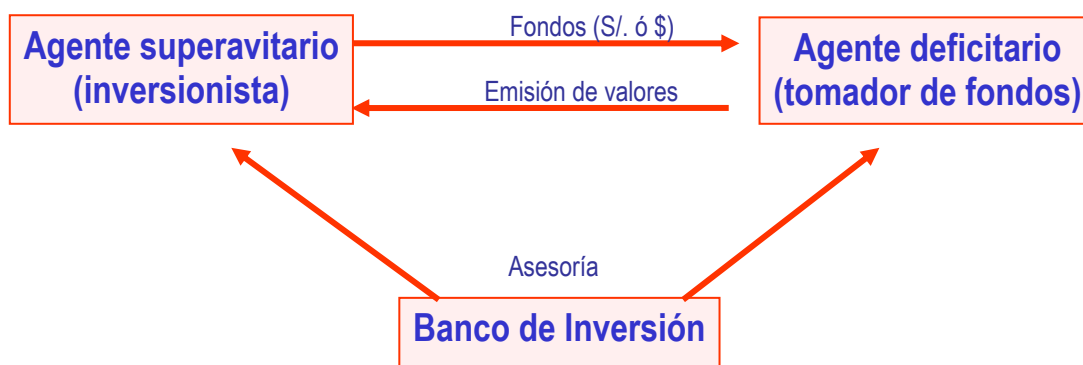
2.4.2 Intermediación directa: mercado de valores

La intermediación directa se da cuando los agentes deficitarios necesitan fondos para financiar sus proyectos de inversión y no les resulta conveniente o suficiente tomarlos del sistema bancario, entonces recurren a la emisión y colocación de valores mobiliarios (ya sean acciones o bonos) captando así, los

⁵⁵ KRUGMAN Paul, De Vuelta a la Economía de la Gran Depresión y la Crisis del 2008; Grupo Editorial Norma, 196 páginas, Colombia 2009, página 164.

⁵⁶ KEIL ROJAS Roberto, Lecciones de Derecho Monetario; Segunda edición, Rentería Editores SAC, 287 páginas, Lima 2004, pág. 155.

recursos necesarios directamente de los ofertantes de fondos (agentes superavitarios).



En la intermediación financiera directa el agente superavitario asume directamente el riesgo que implica otorgar recursos al agente deficitario. Los intermediarios directos fundamentalmente son los bancos de inversión.

2.4.2.1 Mercado de Valores

Mecanismo o lugar que permite centralizar las transacciones de ciertos valores y cuyo objetivo es canalizar los fondos de los agentes superavitarios (aquellos que cuentan con recursos disponibles) hacia los agentes deficitarios (que requieren fondos).

Constituye una alternativa de financiamiento y de inversión, ya que concurren quienes necesitan recursos (agentes deficitarios) y quienes cuentan con recursos disponibles (inversionistas). El dinero captado por los emisores es destinado fundamentalmente al financiamiento de proyectos de inversión o la reestructuración de los pasivos de la empresa.

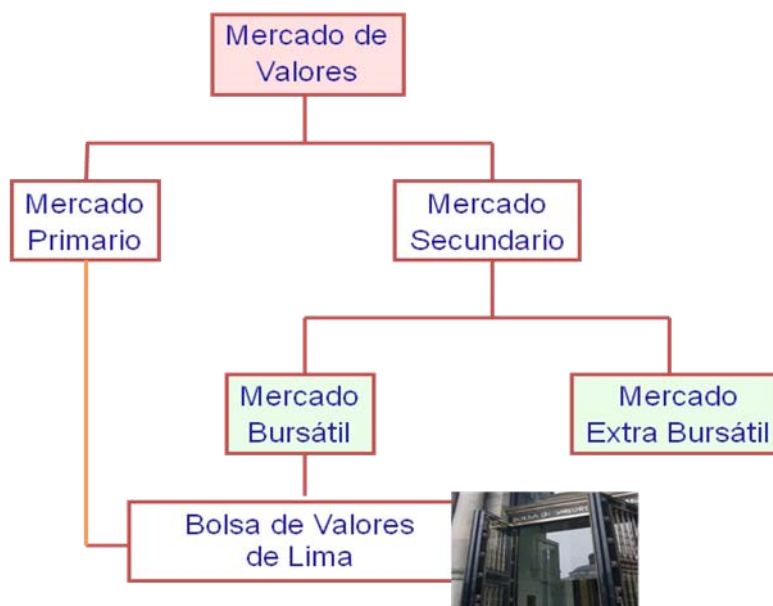
Específicamente en el mercado de valores se llevan a cabo transacciones relativas a valores mobiliarios. A su vez, los valores mobiliarios tienen naturaleza de activos financieros, en contraposición con los denominados activos reales. El objetivo de este mercado es canalizar los recursos o fondos prestables de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios para su inversión en actividades productivas.

Es importante indicar que en este mercado se llevan a cabo transacciones con distintos instrumentos, entre los cuales se pueden mencionar: instrumentos accionarios, instrumentos de deuda (bonos), instrumentos de efectivo e instrumentos derivados.

2.4.2.2 Estructura del mercado de valores

La clasificación más usual del mercado de valores distingue a los mercados primarios y mercados secundarios⁵⁷. Ambos mercados son recíprocamente complementarios. A su vez, éste último se compone del mercado bursátil y del mercado extrabursátil.

⁵⁷ NORIEGA NAIRN Fernando, La Bolsa de Valores, Instituciones e Instrumentos del Mercado de Valores Peruano; Primera edición, Universidad de San Martín de Porres, Lima 1998, página 33.



Tanto el mercado primario como el secundario son recíprocamente complementarios. La existencia de un mercado primario de valores, hace posible la presencia de un mercado secundario de valores.

El mercado primario, es aquel donde se efectúan ventas de valores recién emitidos a los compradores originales, motivo por el cual es denominado mercado de nuevas emisiones. Se llevan a cabo las ofertas públicas primarias de acciones, bonos e instrumentos de corto plazo, asimismo, las emisiones privadas y las emisiones de los gobiernos.

El mercado secundario es aquél donde se efectúan transacciones que implican simples transferencias de activos financieros ya existentes y por lo tanto, el volumen de tales operaciones refleja el grado de liquidez del mercado. Este es un mercado de reventa, el cual permite nuevamente tener liquidez a los tenedores de valores.

La Bolsa de Valores⁵⁸ es en definitiva, un órgano de centralización de la oferta y demanda de valores. La importancia de tal centralización para el desarrollo del mercado de valores, deriva de la mayor liquidez que ella origina. Tiene por objeto fomentar la transacción o contratación de valores públicos y privados. Es el principal mercado secundario de negociación. Son mercados organizados o debidamente reglamentados, cuyo objetivo es facilitar la realización de

⁵⁸ La feria es uno de los antecedentes indirectos de la Bolsa, la misma que permitía la reunión de comerciantes en un lugar determinado y en ciertas fechas específicas. Estas ferias aparecieron bajo la paz señorial o real y en ellas se afianzó la figura del intermediario. Rafael Bartolomé Laborda en su obra "La Bolsa en el Mundo" afirma que hasta el siglo XIV las ferias más frecuentadas fueron las de Champagne en Francia, que se reunían en puntos diferentes y sucesivos a lo largo del año; otras ferias importantes durante la Edad Media fueron las de las Brujas, Amberes, Lyon y Frankfurt. Otro de los antecedentes de las Bolsas de Valores modernas son las lonjas. El término hace referencia a un lugar, al inmueble, donde se realizaban las reuniones de comerciantes con continuidad, estabilidad y organización. Las Lonjas generaron un conjunto de reglamentaciones jurídicas de las que en parte se derivan algunos ordenamientos posteriores. Fue en España, en el Reino de Aragón, donde se dotó a las Lonjas de normas reguladoras, tanto de la función mediadora como de la operativa.

transacciones o negociaciones de activos o instrumentos financieros con la intermediación de agentes especializados⁵⁹.

La decisión de invertir en determinado activo financiero, depende de las conclusiones a que se llegue luego de realizar el análisis de diversos aspectos relativos al emisor y al entorno económico y político. Dicho análisis, obviamente, varía en función del título que se trate.

Tres son los aspectos que deben considerarse a efectos de decidir sobre las inversiones bursátiles a realizar:

- 1) Seguridad, lo que supone que no existe, en situaciones normales y razonables, el riesgo de perder en la inversión montos significativos.
- 2) Liquidez de los títulos, es decir, su capacidad de convertirse en dinero en un plazo suficientemente corto, a partir del momento en que se toma la decisión de transferirlo.
- 3) Rentabilidad, esto es, la posibilidad de obtener ganancias adecuadas por el monto invertido.

2.4.2.3 Bolsa de Valores de Lima – BVL

La historia de la actividad bursátil en el Perú tiene su origen en 1860 con la creación de la Bolsa Mercantil de Lima⁶⁰. Nuestro mercado de valores es uno de los de mayor tradición en América Latina. Gran parte de estos años la regulación y supervisión de las operaciones bursátiles recayó completamente en la misma Bolsa de Valores hasta que en 1970 aparece la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores.

La Bolsa de Valores de Lima fue desarrollándose a través del tiempo, adoptando, reglamentos y formas de personería jurídica de acuerdo con los momentos económicos y políticos. Por ello, desde su creación hasta el presente, la evolución histórica de la Bolsa de Valores de Lima puede separarse en las siguientes etapas:

- ❖ Bolsa Mercantil de Lima (1860-1898).
- ❖ Bolsa Comercial de Lima (1898-1950).
- ❖ Bolsa de Comercio de Lima (1950-1970).

⁵⁹ Andrés Suárez Suárez en su obra "Decisiones óptimas de inversión y financiación" manifiesta que el origen de la Bolsa se cree que tuvo lugar en la ciudad de las Brujas (Bélgica) siglo XIII y deriva del apellido de una importante familia de banqueros de aquella ciudad: los "Van de Bourse". En un edificio que pertenecía a esta familia se asentaba un establecimiento comercial similar a las Lonjas que florecían más al sur (Italia, España). Sobre la fachada del edificio figuraba un escudo con tres Bolsas esculpidas y por ello, a dicho edificio se le conoció popularmente con el nombre de la Bolsa. La palabra fue adoptada por Italia (Borsa), Francia (Bourse), Alemania (Börse), España (Bolsa), etc., pero no en los países anglosajones, en donde a los Mercados de Valores se les denomina Stock Market o Stock Exchange.

⁶⁰ LÓPEZ Rafael – SOUSA Lorenzo, Banca de Inversión en el Perú; Publicaciones Universidad de Piura, Piura 1996, página 23.

- ❖ Bolsa de Valores de Lima (1970-1979).
- ❖ Bolsa de Valores del Perú (1979-1990).
- ❖ Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo N° 861 – publicado el 22 de octubre de 1996) y Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (Decreto Legislativo N° 862 – publicado el 22 de octubre de 1996).

Entre las preocupaciones que han emanado de su historia también se encuentran algunos problemas operativos. Los más comunes estaban referidos a las condiciones técnicas para la recepción oportuna de la información como la frustración por la falta de un telégrafo propio en 1860. Desde entonces se han dado saltos importantes a lo largo del siglo XX, hasta llegar al actual sistema electrónico de negociación y al moderno CAVALI, entre otros servicios de información; asimismo, mediante Asamblea General Extraordinaria de Asociados, de 19 de Noviembre de 2002, se acordó la transformación de la Bolsa de Valores de Lima a sociedad anónima, a partir del 01 de enero de 2003.

La Bolsa de Valores de Lima tiene por objeto principal facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente de valores de oferta pública, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva que se negocien en mecanismos centralizados de negociación distintos a la rueda de bolsa que operen bajo la conducción de la Sociedad, conforme a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y sus normas complementarias y/o reglamentarias.

A continuación se puede apreciar los principales indicadores de la Bolsa de Valores de Lima durante los años 2005-2007⁶¹.

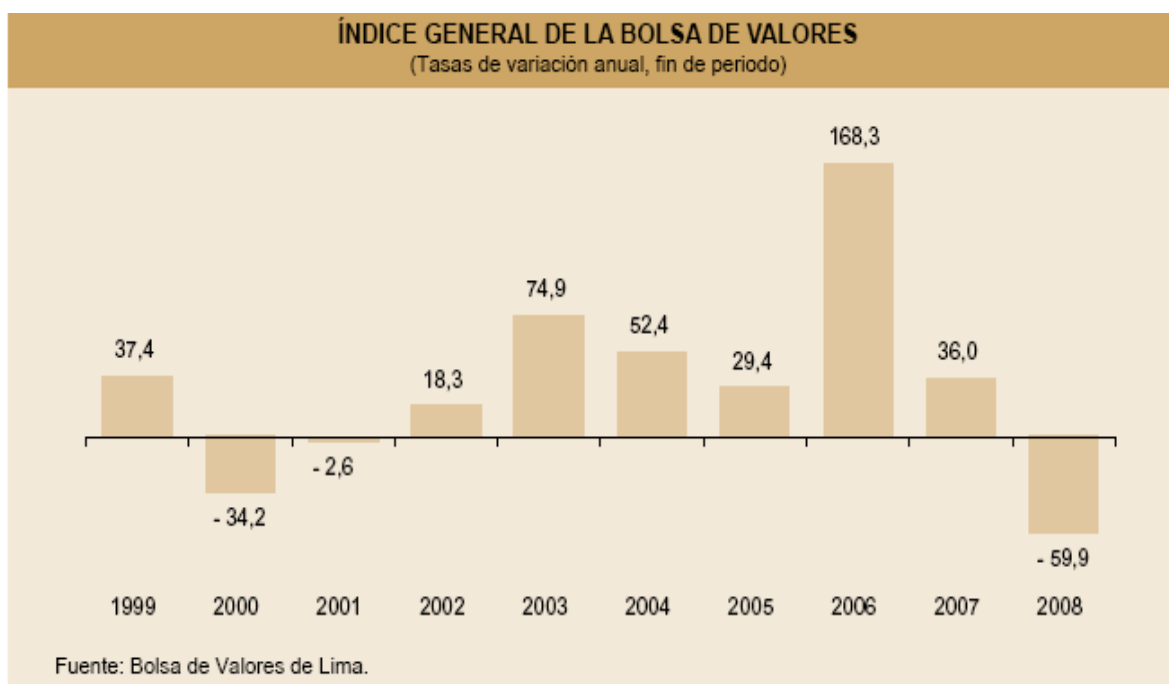
⁶¹ Un indicador fundamental es la **capitalización bursátil** (market capitalization), la misma que representa el valor total a precios de mercado de las acciones inscritas en los registros de la Bolsa; es igual al número de acciones vigentes multiplicadas por el precio de acuerdo con la participación de la acción en el mercado. Por ejemplo, una empresa puede tener un determinado patrimonio (supongamos de US\$ 10 millones de dólares), pero sólo tiene emitido en Bolsa una parte de ese patrimonio (supongamos US\$ 2.5 millones de los US\$ 10 millones de dólares). En tal sentido, solamente el valor de las acciones emitidas será considerado para calcular la capitalización bursátil. En el caso de la BVL, la capitalización bursátil del año 2007 fue de 324,118 millones de soles.

BOLSA DE VALORES					
	2005	2006	2007	Variaciones porcentuales	
				2006	2007
ÍNDICES (fin de periodo)					
(Diciembre 1991 = 100)					
Índice General Bursátil	4 802	12 884	17 525	168,3	36,0
Índice Selectivo Bursátil	7 681	22 159	29 035	188,5	31,0
Índice Selectivo Perú-15	8 440	24 959	34 039	195,7	36,4
MONTOS NEGOCIADOS^{1/}					
(Millones de nuevos soles)					
Renta variable	8 754	17 916	35 197	104,7	96,5
Renta fija	3 268	2 708	3 657	-17,1	35,0
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL					
(Millones de nuevos soles)					
	124 062	192 364	324 118	55,1	68,5
(Millones de US\$)					
	36 170	60 114	108 039	66,2	79,7
(Porcentaje del PBI)					
	47,4	63,0	95,0		
1/ Sólo operaciones al contado. Fuente : Bolsa de Valores de Lima.					

A continuación se presenta la evolución del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima⁶².

⁶² El **Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL)** es el índice más importante que publica la Bolsa de Valores de Lima, el cual tiene por objeto informar sobre las variaciones que experimentan las cotizaciones de acciones en su conjunto. Se calcula en función a los valores más representativos de cada sector, los cuales son elegidos en atención a la frecuencia con que son negociados en Rueda de Bolsa y al volumen transado. Este índice por el hecho de estar sujeto a constantes evaluaciones, varía el número de títulos accionarios a considerar.

El **Índice Selectivo Perú 15** es un indicador que mide el comportamiento de las acciones más negociadas de empresas locales, al considerar únicamente compañías que registren la mayor parte de sus actividades en el Perú. Con este índice se puede revisar el desenvolvimiento de la economía peruana, al estar excluidos de su cartera los valores extranjeros (aquellos que no registran sus principales actividades en el país).



En el año 2008 el Índice General (IGBVL) tuvo una caída anual de 59,9%, mientras que el Índice Selectivo (ISBVL) -que registra las 15 acciones más representativas- arrojó un descenso de 60,0%⁶³. Este comportamiento fue consecuencia de los efectos de la crisis financiera internacional, que afectó los precios de las materias primas, especialmente minerales, que tienen mayor incidencia sobre la bolsa local⁶⁴.

John Naisbitt y Patricia Aburdene⁶⁵, en su obra *Mega Tendencias 2000*, sostienen que la caída de Wall Street (Bolsa de Nueva York – NYSE), el 17 de octubre de 1987, demostró, para que todos lo pudieran ver, que la economía de casino de juego de la Bolsa de Valores no tiene nada que ver con la economía real (...). En los doce meses que siguieron a la caída de la Bolsa, la economía de los Estados Unidos creó 3.7 millones de empleos nuevos (el 56% de ellos “gerenciales y profesionales”, la más alta categoría de remuneración y habilidad), y el ingreso real disponible subió más del 4%.

⁶³ El Índice Selectivo comprende a las **blue chips**, acciones de primera clase o categoría, son emitidas por empresas de gran prestigio y solvencia, que tienen un apreciable movimiento en Bolsa. Con este nombre se designa en Wall Street, Bolsa de Nueva York (NYSE), a las acciones de las empresas de primera fila, de cotización estable, que tienen un largo registro de crecimiento de utilidades y pago de dividendos, así como una amplia aceptación de sus productos o servicios, que ofrecen mayor seguridad a los inversionistas. El origen de esta expresión, es aquel nombre que en los Estados Unidos se daba, por su color, a las fichas de póker de más alto valor, es decir, las azules (blues), las cuales eran las más preciadas.

⁶⁴ Memoria Anual BCRP 2008, página 141.

⁶⁵ NAISBITT John – ABURDENE Patricia, *Mega Tendencias 2000*; Grupo Editorial Norma, 302 páginas, Colombia 1990.

2.4.2.4 Principales Bolsas de Valores a nivel mundial

Las principales Bolsas de Valores a nivel mundial, son:

- *Bolsa de Ámsterdam.* Bolsa de Valores holandesa y una de las más antiguas del mundo (creada en 1604). El índice más utilizado es el CBS. Este mercado oficial está dividido en tres partes: uno de bonos, en el que se negocian principalmente bonos del Estado; otro en el cual se intercambian acciones de empresas holandesas y un tercero, para títulos de empresas extranjeras.

Fue la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, cuyo origen se remonta a 1602, la que cotizó sus acciones por primera vez en 1610. Sin embargo, no fue la Bolsa de Ámsterdam un mercado exclusivo de valores, sino que la parte principal de las negociaciones estaba constituida por productos de ultramar (especies, café, té, cacao, etc.), bebidas alcohólicas y naves.⁶⁶

- *Bolsa de Nueva York.* Principal centro bursátil de los EEUU, situado en Nueva York. Empezó a funcionar en 1792. Formalmente se constituyó en 1817. Es la primera Bolsa de los EEUU y del mundo por su capitalización bursátil. Sus propietarios son los intermediarios quienes poseen asientos en la Bolsa. Los asientos se negocian igual que una acción. Las negociaciones en acciones del NYSE representan el 85% del total negociado de las 8 Bolsas existentes en EEUU. Los índices más conocidos de la New York Stock Exchange (NYSE), son los Dow Jones⁶⁷ y los Standard & Poor's⁶⁸, además de los preparados por la propia Bolsa.
- *Bolsa de Tokio.* Es la más importante del Japón y la segunda del mundo por capitalización bursátil después de la NYSE y seguida muy de cerca por el NASDAQ. Tiene cuatro secciones; en la primera, "ichibu", cotizan las empresas mayores y más importantes; en la segunda "nibu", las empresas medianas; en la tercera, las acciones de empresas extranjeras; la cuarta es la del mercado bursátil de renta fija. Su sistema de contratación es por subasta, a través de 93 miembros regulares que actúan como dealers y cuatro saitoris que actúan como brokers entre los miembros regulares. Sus índices más conocidos son los llamados Nikkei y Topix (Tokio Price Index).
- *Bolsa de Londres.* Es una de las más antiguas del mundo y está considerada como el punto central de la actividad financiera del Reino Unido y Europa. Es

⁶⁶ GRADOS SMITH Pedro – CHÁVEZ MUJICA Tatiana – ZUÑIGA GAMERO Magaly, La Bolsa. Principios Básicos; Tercera edición, Facultad de Economía – Universidad de Lima, 191 páginas, Lima 1994, páginas 48-49.

⁶⁷ Se trata de uno de los más conocidos y antiguos índices bursátiles, publicados por el *Wall Street Journal*, el periódico más famoso de los Estados Unidos. Existen tres índices Dow Jones: *Dow Jones Industrial Average (DJIA)*, *Dow Jones Transportation Average (DJTA)* y *Dow Jones Utility Average (DJUA)*. El más conocido es el *Dow Jones Industrial Average*, que consiste en una media aritmética simple no ponderada de los precios de 30 acciones industriales. El *Dow Jones Transportation Average* incluye valores de compañías de ferrocarriles, transporte aéreo y por carretera. En el *Dow Jones Utility Average*, se incluyen valores de compañías de electricidad y de gas. Se puede formular un cuarto índice *Dow Jones* a través de la combinación de los tres anteriores, dando una idea de la evolución del mercado en forma más global.

⁶⁸ El **Índice Standard & Poor's 100** es el índice de la Bolsa de Nueva York con base en el año 1943 elaborado por la agencia de calificación de riesgos Standard & Poor's. Está compuesto sobre 100 empresas sólidamente implantadas en el mercado (conocidas como blue chips). El **Índice Standard & Poor's 500** es el índice de la Bolsa de Nueva York con base en el año 1943 elaborado por la agencia de calificación de riesgos Standard & Poor's. Está conformado por los 500 valores más representativos de dicha Bolsa.

considerada como la más cosmopolita, al albergar el mayor número de emisores extranjeros y en ella participa el mayor número de inversores de todas partes del mundo.

- *NASDAQ (National Association of Security Automated Quotation)*. Considerado como el tercer mercado mundial en términos absolutos, detrás sólo de Tokio y Nueva York. La National Association of Security Dealers (NASD) introdujo el Automated Quotation System (NASDAQ) en 1974 mediante el cual, las negociaciones fuera de Bolsa se realizan por teléfono.

El NASDAQ es una Bolsa electrónica. Cuando el vendedor o comprador contacta con el broker, las operaciones se ejecutan de dos maneras: el creador de mercado⁶⁹ compra o vende su propio stock al mejor precio o si no es un creador de mercado, accede a las ofertas y demandas de los creadores y casa las órdenes. Desde 1987 está conectado con el Stock Exchange Automated Quotation (SEAQ).

Por otro lado, la Bolsa de Valores de Sao Paulo, BOVESPA es la más importante de Latinoamérica con una capitalización bursátil de US\$ 710,247 millones y un volumen de negociación diario de US\$ 1,280 millones. Fue fundada el 23 de agosto de 1890. Asimismo, la Bolsa de México es la segunda más grande de Latinoamérica, con una capitalización bursátil de US\$ 348,345 millones y un volumen de negociación diario de unos US\$ 370 millones⁷⁰.

2.4.2.5 Regulación del mercado de valores en el Perú

El Estado regula el mercado de valores peruano a través de una Ley principal (la Ley del Mercado de Valores) en la que se establecen los objetivos que informan la regulación de esa materia⁷¹. En ese sentido, el régimen legal del mercado de valores peruano lo constituyen las disposiciones legales más importantes que regulan la actividad del mercado de valores, las cuales se encuentran contenidas en la Ley del Mercado de Valores, así como en la normatividad vigente emanadas de un órgano especial: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

El mercado de valores en el Perú se encuentra regulado, entre otras, por las normas siguientes :

- i. Decreto Legislativo N° 861.- Ley del Mercado de Valores, de fecha 22 de octubre de 1996 y sus respectivas modificaciones.
- ii. Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo N° 093-2002-EF, de fecha 11 de junio de 2002.

⁶⁹ Elaborador de mercado. Miembro de un mercado que se compromete a cotizar simultáneamente precio comprador y vendedor en determinada clase de activos financieros.

⁷⁰ MARTÍN MATO Miguel Ángel, Mercado de Capitales; Editorial Thomson, Argentina 2007, páginas 51-52.

⁷¹ SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, EL Mercado de Valores en el Perú; Editores Cultural Cusco S.A., Lima 2002, página 137.

- iii. Reglamento del Registro Público del Mercado de Valores, aprobado por Resolución N° 079-97-EF/94.10, y sus respectivas modificaciones.
- iv. Resolución de Gerencia General N° 211-98-EF/94.11, mediante la cual se aprobó los Manuales para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios.
- v. Resolución Gerencia General N° 129-2001-EF/94.11, norma que modifica el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios y que aprueba formatos correspondientes al contrato de emisión y al acto de emisión de papeles comerciales y/o del programa de tales valores.
- vi. Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10, y sus respectivas modificaciones.

2.4.2.5.1 Decreto Legislativo N° 755 y Decreto Legislativo N° 861

El aspecto regulatorio⁷², fue de singular importancia la *Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 755* (1991), actualmente derogado, la cual sentó las bases para el posterior desarrollo del mercado de valores. Dicha norma fortaleció los mecanismos de revelación de información con la finalidad que todos los participantes del mercado se encuentren en igualdad de condiciones al momento de tomar sus decisiones de inversión. En este sentido, reguló la obligación de informar, la información privilegiada y aquella considerada reservada, y el deber de reserva. Asimismo, reguló por primera vez a instituciones que asumirían un rol protagónico, tales como los fondos mutuos de inversión en valores, las empresas clasificadoras de riesgo y las instituciones de compensación y liquidación.

El Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores, y el D.L. N° 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (ambas publicadas el 22 de octubre de 1996) perfeccionaron los mecanismos introducidos por el Decreto Legislativo N° 755, permitiendo la adecuación de la regulación a estándares internacionales y alentando la creación de nuevos mecanismos para la canalización de los excedentes a las actividades productivas⁷³.

La Ley del Mercado de Valores, señala entre otras las innovaciones siguientes: delimitación de los conceptos de oferta pública y privada, facilidades para la emisión de valores de corto plazo, precisión que toda persona jurídica puede recurrir al endeudamiento en el Mercado de valores, procedimiento expeditivo de inscripción de ofertas públicas para los emisores que cumplan con sus obligaciones de información al mercado, flexibilización de los límites de inversión de los fondos mutuos así como ampliación de sus posibilidades de inversión y reducción del patrimonio neto mínimo y número mínimo de partícipes, facultad de las Sociedades Agentes de Bolsa para administrar fondos mutuos y fondos de inversión, así como

⁷² MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS, Resultado de Consulta Ciudadana: Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores; Lima mayo de 2001, páginas 38-39.

⁷³ La finalidad de la Ley del Mercado de Valores es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del Mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista.

para participar en procesos de titulización⁷⁴ previa constitución de subsidiarias, eliminación de la exigencia legal de clasificar acciones, reducción de las exigencias patrimoniales a las clasificadoras de riesgo y obligación de dar publicidad a la metodología de clasificación, fortalecimiento de las normas sobre uso de información privilegiada.

2.4.2.5.1 Normas Supletorias de la Ley del Mercado de Valores

El artículo 9 de la Ley del Mercado de Valores, dispone que se aplica supletoriamente a los aspectos no regulados en la LMV, las disposiciones siguientes:

- a. Ley General de Sociedades – LGS (Ley N° 26887).
- b. Ley de Títulos Valores – LTV (Ley N° 27287).
- c. Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – LGSFySS (Ley N° 26702).
- d. Código de Comercio (C. de C.).
- e. Código Civil (CC) y Código Procesal Civil (CPC).
- f. Código Penal (CP).
- g. Ley del Procedimiento Administrativo General (Ley N° 27444).
- h. Usos bursátiles y mercantiles.

Una de las modificaciones a la LMV, D. Leg. N° 861, ha sido por la Ley N° 27649, en la cual se consideran como normas supletorias los usos bursátiles locales e internacionales y la Ley del Procedimiento Administrativo General.

2.5. INSTRUMENTOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE VALORES

Cuando los agentes deficitarios efectúan operaciones para facilitar el giro del negocio emplean instrumentos financieros con la finalidad de captar fondos que permita satisfacer las necesidades financieras de las empresas.

Oswaldo Hundskopf⁷⁵ afirma que nuestra Ley de Títulos Valores N° 27287, después de regular a los títulos valores específicos como la letra de cambio, el pagaré y otros, se ocupa en regular a los valores mobiliarios, en la sección novena del libro segundo, clasificándolos, según su naturaleza de los derechos que representen, en dos grandes grupos: el primero relacionado con los valores representativos de derechos de participación, entre los cuales se encuentran las

⁷⁴ La titulización es el procedimiento por el cual una empresa independiza parte de sus activos para financiarse u obtener liquidez a menor costo financiero, a través de la colocación de valores respaldados por dichos activos (cuentas por cobrar). Puede resultar buena alternativa de financiamiento para aquellas empresas que tienen un alto nivel de endeudamiento. Una empresa tituliza sus activos en primer lugar, para obtener financiamiento a menor costo y en segundo lugar, la titulización puede resultar una buena alternativa de financiamiento para aquellas empresas que tienen un alto nivel de endeudamiento.

⁷⁵ HUNDSKOPF EXEBIO Oswaldo, El contrato de transferencia de acciones. En Tratado de Derecho Mercantil – Tomo III, Gaceta Jurídica S.A., Lima 2008, página 82.

acciones de sociedades anónimas, los certificados de suscripción preferente, los certificados de participación en fondos mutuos de inversión en valores y en fondos de inversión, y los valores emitidos con respaldo de patrimonio fideicometidos; y el segundo grupo relacionado con los valores representativos de deuda, entre los cuales podemos encontrar a las obligaciones (como bonos y papeles comerciales), la letra de hipotecaria, la cédula hipotecaria, el pagaré bancario, el certificado de depósito negociable y, finalmente, las obligaciones y bonos públicos. No obstante dicha clasificación, estos valores presentan rasgos comunes entre sí, vale decir, ciertas características generales aplicables a todo valor mobiliario.

En ese sentido, los instrumentos del mercado de valores están constituidos por instrumentos financieros como **títulos valores** o **valores mobiliarios** que son materia de negociación en dicho mercado.

2.5.1 Títulos Valores

En cuanto a su denominación, no hay uniformidad en la doctrina ni en la legislación. En Francia, los efectos de comercio sirven para denominar a títulos de corto plazo, como las letras de cambio y cheques; y denomina valores mobiliarios, cuando se trata de identificar títulos de largo plazo como las acciones y los bonos. En Alemania se les denomina Wertpapier que tiene un significado de papier valeur en francés y título valor en español. En Italia se les denomina título de crédito. El Código Suizo usó en el idioma alemán werpapier; en el idioma italiano titoli di credito; y en el idioma francés papier valeurs. En España se usó la terminología títulos de crédito. Winizky ha desarrollado la teoría de los títulos circulatorios, en razón a su finalidad⁷⁶.

Se ha objetado, con la expresión *título de crédito*, que ella alude a una sola de las variedades de esta clase de documento: a los títulos de contenido crediticio, es decir, a aquellos que imponen obligaciones que dan derecho a prestaciones en dinero u otra cosa cierta. En cambio, se confiere a la expresión *título-valor* una acepción más amplia, pues hace referencia a distinta clase de prestaciones, cuyo contenido son diversos valores patrimoniales y no solo el crédito. Así, hay títulos representativos de mercaderías, de derechos sobre ellas, de servicios o un conjunto de derechos de participación o un *status* de socio⁷⁷.

Garrigues afirma que una parte de la doctrina española habla de títulos de crédito. Pero esta denominación es poco comprensiva, porque, por un lado, no alude a otro aspecto distinto del crédito, cual es la denominación jurídica de la cosa misma, propia de los títulos llamados de tradición; mientras, por otro lado, existen títulos (acciones de S.A.) que no atribuyen un solo derecho de crédito a su titular, sino más bien un conjunto de derechos subjetivos de distinta índole, que componen una cualidad o posición jurídica compleja; por esta razón, prefiere el nombre de *títulos-valores* para designar jurídicamente ciertos documentos cuyo valor, estando

⁷⁶ MONTOYA ALBERTI Hernando, Nueva Ley de Títulos Valores; Gaceta Jurídica. Lima Julio 2000, página 7.

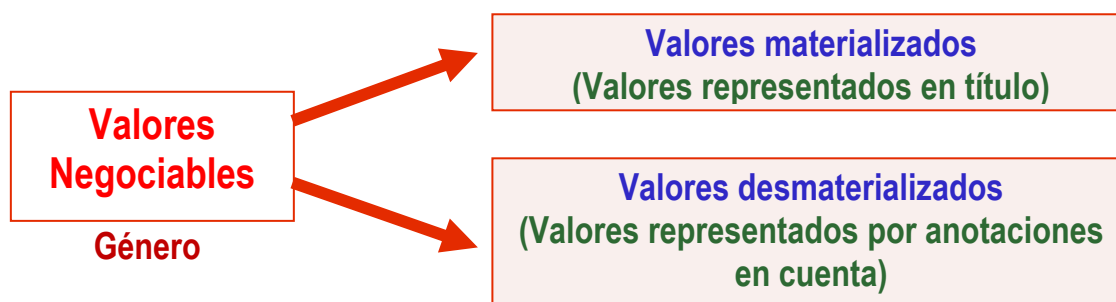
⁷⁷ MONTOYA MANFREDI Ulises, Comentarios a la Ley de Títulos Valores; Editorial Desarrollo, Lima 1982, Página 16.

representado por el derecho al cual se refiere el documento, es inseparablemente del título mismo⁷⁸.

Solís Espinoza sostiene que la denominación título valor expresa con precisión la amplia variedad de títulos que forman parte de esa categoría jurídica. En efecto, la mencionada aceptación no solamente comprende a los títulos representativos de crédito, sino también a los de mercaderías, e incluso tanto más al título representativo de participación; en cambio, la expresión literal de “título de crédito” contiene un significado limitado solamente a los títulos representativos, de un derecho de crédito, de modo que esta terminología es inadecuada y aparece insuficiente para definirla⁷⁹.

Las denominaciones han estado ligadas a la existencia de un soporte papel, a un cartón, aspecto que actualmente se encuentra superado con la existencia de los títulos desmaterializados, por lo que quizás el término título valor no resulte el adecuado para identificar lo *desmaterializado* (sin papel, electrónico) con un mero registro en cuenta⁸⁰.

En el Derecho Cambiario moderno se reconocen e identifican como género a los valores negociables y como especie: a los en título o títulos valores y, a los valores electrónicos, que a la propia Ley del Mercado de Valores, D.Leg. N° 861, los denomina “anotaciones en cuenta y registro”⁸¹.



El actual artículo 1 de la Ley No. 27287, alude a “valores materializados que representen o incorporen derechos patrimoniales” evidenciando el abandono a la concepción típicamente cartular, ya que pueden también existir títulos valores “desmaterializados”⁸².

⁷⁸ GARRIGUES Joaquín, Curso de Derecho Mercantil; Tomo III, Editorial Temis, Bogotá, Colombia, 1987. Página 85.

⁷⁹ SOLIS ESPINOZA, Jorge Alfredo. Temas sobre derecho cartular. Idemsa. Lima 1995. Página 13

⁸⁰ MONTOYA ALBERTI, Hernando, Obra citada. Página 7 – 8

⁸¹ BEAUMONT CALLIRGOS Ricardo – CASTELLARES AGUILAR Rolando; Comentarios a la nueva ley de Títulos Valores; Editorial Gaceta Jurídica, Lima 2000, pag. 8.

⁸² BEAUMONT CALLIRGOS Ricardo y CASTELLARES AGUILAR Rolando, Obra citada. Página 43.

2.5.1.1 Valores materializados

Vivante sostiene que el título de crédito es un documento necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo expresado en el mismo⁸³.

En la doctrina española el profesor Garrigues lo define afirmando que “título valor” es un documento sobre un derecho privado, cuyo ejercicio y cuya transmisión están condicionados a la posesión del documento⁸⁴.

Sánchez Calero, reproduciendo la definición de Vivante, sostiene que el título-valor es el documento esencialmente transmisible necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo en él mencionado⁸⁵.

Para la nueva Ley de Títulos Valores, los valores materializados (títulos valores en sentido estricto) son documentos de carácter formal que representan o contienen (incorporen) derechos patrimoniales y que están destinados a la circulación.

La Ley N° 27287 establece expresamente que los valores materializados que representen o incorporen derechos patrimoniales tendrán la calidad y efectos de Título Valor, cuando estén destinados a la circulación, siempre que reúnan los requisitos formales esenciales que, por imperio de la ley, les corresponda según su naturaleza. Las cláusulas que restrinjan o limiten su circulación o el hecho de no haber circulado no afectan su calidad de título valor.

Según DESEMO, citado por Silva Vallejo, el título de crédito, “aparte de ser un documento especial es también un documento formal que obedece a los requisitos de forma prescritos por la ley bajo conminación de la invalidez del título como tal”. “No basta, por tanto, la escritura, sino que son necesarias todas las indicaciones que la ley requiere para que el título de crédito asuma un determinado tipo y pueda considerarse regular y, por lo tanto, despliegue la eficacia que le es propia”⁸⁶.

El Artículo 1, numeral 1.2, establece que la falta de un requisito formal esencial destruye la eficacia del título valor como tal, pero no invalida el acto jurídico que dio origen a la creación o transferencia del documento⁸⁷.

2.5.1.2 Valores desmaterializados

Actualmente se ha puesto en evidencia la insuficiencia del mecanismo tradicional de la incorporación del derecho al título o soporte documentado en papel para atender las nuevas necesidades, iniciándose así un proceso de crisis.

El enorme volumen de títulos que actualmente son objeto de transacciones en bolsa, ha obligado a que en la mayoría de los países, se sustituya el documento,

⁸³ VIVANTE César, Tratado de Derecho Mercantil; Volumen III, Editorial Reus. Madrid 1936, Páginas 136–137.

⁸⁴ BROSETA PONT Manuel, Manual de Derecho Mercantil; Editorial Tecnos, Madrid 1983. Página 542

⁸⁵ SANCHEZ CALERO Fernando, Instituciones de Derecho Mercantil; Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid 1986, página 333.

⁸⁶ SILVA VALLEJO José Antonio, Teoría General de los Títulos Valores; Cultural Cuzco, Lima 1989, Página 666.

⁸⁷ Este artículo establece que si le falta alguno de los requisitos formales esenciales que le corresponda, el documento no tendrá carácter de título valor, quedando a salvo los efectos del acto jurídico a los que hubiere dado origen su emisión o transferencia.

soporte del derecho, por una anotación contable. Se debe aclarar que esta problemática solamente afecta a aquellos títulos que son cotizados y negociados en los mercados de valores. Lo que significa que la aparición de los valores representados por anotaciones en cuenta no constituye, una alteración universal del concepto de título valor.

Con la desmaterialización se busca darle mayor agilidad, eficiencia, seguridad y disminución de costos al mercado de valores a efecto de lograr un mejor desarrollo del mismo.

La desmaterialización puede describirse "como el fenómeno de pérdida del soporte cartular por parte del valor incorporado, optando por la alternativa de su documentación por medios contables o informáticos". Con la desmaterialización o con la inmovilización de los valores se elimina las inexactitudes derivadas de procesos manuales y del trasiego físico de títulos, en igual forma con la desmaterialización se disminuyen una serie de costos asociados al uso de papel⁸⁸.

2.5.2 Valores Mobiliarios

Fernández Flores sostiene que los valores mobiliarios se integran de tres conceptos básicos⁸⁹: a) se trata de unidades de situación jurídica de socio o acreedor; b) reconocen en cada acto de creación un origen común e igualitario objetivando los derechos y obligaciones que de ellos derivan; c) pueden ser transmitidos tanto por los medios del derecho común, como por los específicamente mercantiles.

Para Alonso Espinosa⁹⁰, la naturaleza jurídica de la institución de los valores mobiliarios "es el producto de la fusión de dos facetas o aspectos igualmente esenciales e interdependientes entre si (...). La primera faceta en la caracterización de los valores mobiliarios tiende a su aspecto substancial. De acuerdo con él, el valor mobiliario es una posición jurídica patrimonial, un conjunto de derechos y obligaciones, que responde a una causa de financiación / inversión. La segunda faceta es de carácter formal. De acuerdo con ella, el valor mobiliario es, al tiempo, la fórmula de documentación y el presupuesto inmediato para la transmisión de esa posición jurídica según regímenes traslativos especiales.

Ramos Gascón citando a Roblot, define que los valores mobiliarios son títulos emitidos por personas jurídicas públicas o privadas, transmisibles por anotaciones en cuenta o por tradición, que confieren derechos idénticos para cada categoría y dan acceso, directa o indirectamente, a una cuota del capital social o a un derecho de crédito general sobre su patrimonio⁹¹.

⁸⁸ GARCÍA KILROY Catiana, Apuntes para la Liquidación de Valores; San José, Costa Rica 1998, pág.134.

⁸⁹ FERNÁNDEZ FLORES Francisco, Inversiones Extranjeras y Valores Mobiliarios; Madrid 1980, pág.59.

⁹⁰ ALONSO ESPINOSA Francisco José, Mercado Primario de Valores Negociables; José María Bosh Editor, Barcelona 1994, p.175.

⁹¹ RAMOS GASCÓN Francisco Javier, Régimen Jurídico de los Valores; Bolsa de Madrid, España 1997, pág.67.

La Ley del Mercado de Valores, D. Leg. N° 861, en su artículo 3, expresamente establece que son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.

La colocación en forma masiva tiene como consecuencia que dichos valores sean representados mediante anotaciones en cuenta, ya que de otra manera (representación en papel) complica su operatividad, en razón de que sus transacciones requerirían el endoso y posterior entrega al nuevo propietario.

2.5.2.1 Formas de representación de los valores

Los valores negociables pueden constar en título o en anotación en cuenta. El Artículo 80 de la Ley del Mercado de Valores establece que los valores pueden ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos, independientemente que se trate de valores objeto de oferta pública o privada. Cualquiera fuera su forma de representación confieren los mismos derechos y obligaciones a sus titulares.

Según el artículo 2.4 de la Ley de Títulos Valores, la forma de representación de valores, sea en título o por anotación en cuenta, es una decisión voluntaria del emisor y constituye una condición de la emisión. Los valores mobiliarios son los que precisamente reúnen las condiciones para desmaterializarse, por lo que en aplicación del artículo 2.1 de la LTV, para tener la misma naturaleza y efectos que los títulos valores, requieren su representación por anotación en cuenta y de su registro ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores. Por tal razón, los valores mobiliarios, sean representados en anotación en cuenta o no, se les aplica las normas relativas a los títulos valores en general⁹².

La representación mediante anotaciones en cuenta, conlleva la desmaterialización de los valores, los cuales se representan en un registro contable y computarizado, sustituyéndose la forma usual de representación a través de títulos⁹³. Tiene lugar por su inscripción en el correspondiente registro contable de la institución de compensación y liquidación de valores.

La desmaterialización supone que la emisión física del valor mobiliario es innecesaria y por lo tanto, se trata de la negociación de un derecho no incorporado al documento, lo cual constituye una paradoja si nos referimos a los aspectos doctrinales de los títulos valores⁹⁴.

⁹² MONTOYA MANFREDI Ulises – MONTOYA ALBERTI Ulises – MONTOYA ALBERTI Hernando; Comentarios a la Ley de Títulos Valores; Editora Jurídica Grijley, Lima 2005, página 899.

⁹³ La transferencia de valores mobiliarios representados por anotaciones en cuenta o la constitución de derecho sobre los mismos, se produce por medio del registro contable y computarizado de esos actos; el titular de los derechos será quien aparezca en el registro.

⁹⁴ La LMV establece en varias de sus disposiciones aspectos relacionados a las anotaciones en cuenta, tales como los artículos 80,, 98, 103, 179, 209 y siguientes, 217, 236, 239 y 314.

2.5.2.2 Clasificación de valores mobiliarios

1) Representativos de patrimonio

- a) Acciones:
- Comunes o con derecho a voto.
 - Preferentes o sin derecho a voto.

2) Representativos de deuda

- (a) Bonos:
- a.1) Emitidos por el sector privado
- Arrendamiento Financiero.
 - Subordinados.
 - Corporativos: convertibles, estructurados, extendibles, retractables, cupón cero, etc.
- a.2) Emitidos por el sector público
- Bonos de deuda pública interna
 - Bonos de reconocimiento.
 - Bonos de capitalización del BCR.
 - Bonos de deuda pública externa (bonos brady).
- (b) Instrumentos de corto plazo: papeles comerciales.

Cuadro comparativo sobre las características principales de los valores mobiliarios

	Acciones	Bonos	Instrumentos de corto plazo
Naturaleza	Δ Capital	Δ Pasivo no corriente	Δ Pasivo corriente
Plazo	Indefinido	Definido mas de un año	Definido menor a un año
Riesgo	Capital de riesgo ⁹⁵	Garantía específica	Garantía específica
Retribución	Dividendos aleatorios	Intereses fijos	Intereses fijos

Elaboración: CONASEV, *Acceso a Financiamiento a través del Mercado de valores*; página 21.

⁹⁵ Andrés Suárez Suárez en el "Diccionario de Economía y Administración" afirma que tradicionalmente se ha venido denominando capital-riesgo a todo capital invertido en acciones o títulos de renta variable, cuyo rendimiento depende únicamente de la consecución empresarial de beneficios o pérdidas. Modernamente este término se suele utilizar con un sentido más restringido o específico. Se denomina capital-riesgo (del inglés venture capital) al capital invertido en proyectos nuevos e innovadores que comportan un riesgo superior al normal, cuya financiación no se obtiene haciendo uso de los canales normales establecidos por el sistema financiero.

El título II, capítulo I de la LTV contempla lo relacionado a las acciones. El artículo 257.1 establece que la acción se emite sólo en forma nominativa. Es indivisible y representa la parte alícuota⁹⁶ del capital de la sociedad autorizada a emitirla. Se emite en título o mediante anotación en cuenta y su contenido se rige por la ley de la materia.

El título III, capítulo I de la LTV contempla lo relacionado a los valores representativos de deuda. El artículo 263.1 establece que los valores representativos de obligaciones incorporan una parte alícuota o alicuanta⁹⁷ de un crédito colectivo concedido a favor del emisor, quien mediante su emisión y colocación reconoce deudas a favor de sus tenedores. Cada emisión puede ser hecha en una o varias series, numeradas. Los valores que representan las obligaciones pueden ser sólo nominativas o al portador.

2.6. AGENTES INTERVINIENTES EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO

Existen cuatro participantes fundamentales en todo mercado de valores:

A) Los Reguladores

La regulación del Mercado de valores por parte del Estado está a cargo de CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores). A diferencia de algunos otros países, el ente regulador del sector público en Perú está especializado únicamente en el mercado bursátil y no tiene participación en la supervisión de otros mercados como el bancario o el de seguros.

CONASEV es una institución pública del sector economía cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por la transparencia, la correcta formación de precios y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para la adopción de las decisiones financieras relativas a los valores y la igualdad de trato a todos ellos. Asimismo, se encarga de dictar las normas que regulan el mercado de valores, así como de supervisar y controlar las diferentes instituciones que participan en dicho mercado.

La intervención del gobierno es importante, de acuerdo con el enfoque económico del mercado, siempre y cuando esté orientada a generar un mayor nivel de competencia entre los diferentes sectores económicos, ya que esto conllevará a mayores niveles de eficiencia y productividad en los distintos sectores⁹⁸.

⁹⁶ Según el diccionario de la Lengua Española, el término alícuota significa “proporcional” (perteneciente a la proporción).

⁹⁷ Según el diccionario de la Lengua Española, el término alicuanta significa “parte”.

⁹⁸ GRADOS Pedro - CHÁVEZ Tatiana - ZÚÑIGA Magaly, La Bolsa. Instrumentos para la toma de decisiones; Segunda edición, Universidad de Lima, 168 páginas, Lima 1 994, página 33.

B) Los Intermediarios

En Perú actualmente sólo se encuentra en operación la Bolsa de Valores de Lima (BVL). A través de la BVL operan las Sociedades de Agentes de Bolsa. Cada Sociedad de Agentes de Bolsa está facultada por Ley para administrar fondos de inversión, para operar en el exterior con títulos de Deuda Pública Externa del Perú, para realizar préstamos de valores y operaciones de reporte, para fungir como fiduciario en fideicomisos de titulización y para operar con derivados.

La Sociedad Agente de Bolsa es el intermediario del mercado bursátil autorizado por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) que está encargado de realizar las operaciones de compra y venta que los inversionistas solicitan; a cambio, cobra una comisión que es determinada libremente por cada una de ellas en el mercado.

Finalmente, es importante mencionar dentro de la estructura de la intermediación en el mercado de valores peruano el papel que juega la Caja de Valores y Liquidaciones CAVALI⁹⁹. Esta sociedad anónima creada en mayo de 1997 tiene la finalidad de registrar valores que han sido convertidos en registros computarizados o anotaciones en cuenta (desmaterializados) y realizar la liquidación de operaciones efectuadas en la Bolsa de Valores de Lima, es decir, recibir los valores del vendedor y el dinero del comprador, y entregar los valores al comprador y el dinero al vendedor.

C) Los Inversionistas

Inversor. Persona natural o jurídica que invierte sus recursos en la adquisición de acciones, obligaciones u otro activo financiero buscando rentabilidad y liquidez, así como obtener ganancias en las transferencias de valores. Los inversionistas en las sociedades anónimas tienen responsabilidad limitada: arriesgan sólo el dinero que invierten. Los inversionistas se preocupan de dos características cruciales de un portafolio: su tasa esperada de retorno y el riesgo.

Inversionista individual. Personas naturales que tienen excedentes de recursos (ahorros) y que buscan la mejor alternativa de inversión para poder colocar su dinero y así obtener una rentabilidad adecuada. Adquieren o venden títulos en cantidades menores. Se considera inversionista individual al público en general y entidades no especializadas en adquirir valores mobiliarios.

Inversionista institucional. Los principales demandantes de valores mobiliarios son los inversionistas institucionales¹⁰⁰ como las AFPs, Empresas

⁹⁹ La Resolución CONASEV N° 057-2002-EF/94.10 de fecha 18.09 de 2002, aprobó el Reglamento Interno de CAVALI ICLV S.A., según las disposiciones que norman esta clase de instituciones, aunque con posterioridad a la aprobación, la Resolución N° 031-99-EF/94.10 que constituye el marco normativo fue modificado en algunos artículos por la Resolución N° 022-2003-EF/94.10 de fecha 08.04.2003.

¹⁰⁰ Entidad especializada que administra recursos financieros y los orienta a la adquisición de carteras de valores. Realizan inversiones significativas reuniendo los pequeños ahorros de otros y actuando colectivamente en su nombre. La importancia de los inversionistas institucionales radica en el hecho que su actividad en este mercado es desarrollada con carácter permanente, con profesionalismo y cautela; además, siempre tienen claros sus objetivos de inversión, actúan considerando el mediano y largo plazo, constituyéndose en factores de estabilidad para el mercado de valores y la economía en su conjunto.

de Seguros, Agentes de Intermediación, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión, Bancos, Financieras (Artículo 8, inciso “j” de la LMV).

Las AFP’s han sido las principales compradoras de valores (bonos) en las emisiones locales de los diferentes países.

D) Los Emisores

Empresas o entidades gubernamentales que emiten valores con la finalidad de obtener dinero para financiar sus actividades.

Las empresas emisoras o agentes deficitarios son aquellas que requieren fondos, sea para financiar un nuevo proyecto de inversión o para reestructurar sus pasivos con un financiamiento, generalmente de largo plazo.

La importancia de las empresas emisoras radica en que constituyen la fuente del mercado primario (emisión primaria) que da origen al mercado de capitales, al generar nuevas ofertas de valores, sean éstas ofertas públicas o privadas.

2.7 FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL

Las finanzas contemplan la búsqueda y utilización del dinero por parte de las personas, las empresas y el gobierno. Es el conjunto de actividades relacionadas con la obtención de recursos (decisiones de financiamiento) y uso eficiente de dinero o activos financieros (decisiones de inversión). También puede ser definida como el arte y ciencia de administrar el dinero.

2.7.1 FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Fuente de recursos financieros, tanto propios como ajenos, que dispone una empresa, detallados en el pasivo y materializados como inversiones en el activo. Es una operación mediante la cual, una unidad económica, llamada deudor o prestatario, obtiene los recursos que requiere a cambio de contraer una deuda con otra llamada acreedor o prestamista.

Es importante mencionar que para el deudor constituye una operación de financiamiento, en cambio para el acreedor, una operación de inversión.

En ese sentido, los agentes deficitarios buscan financiamiento para alcanzar sus metas operativas. Estos recursos provienen de diversas **fuentes de financiamiento**, tales como:

A) Financiamiento interno (autofinanciación):

Reservas o autofinanciación por enriquecimiento (beneficios retenidos), amortizaciones, provisiones y provisiones (autofinanciación por mantenimiento). El financiamiento interno es una fuente de financiación que disponen sólo aquellas empresas que ya se encuentran operando en el mercado y proviene fundamentalmente del excedente de las operaciones.

B) Financiamiento externo:

Fondos prestables de diversas fuentes, que son tomados o generados en el mercado de dinero y/o capitales. En general, la financiación de la inversión de una empresa es a mediano o largo plazo. Por tal razón, las alternativas de financiación son las siguientes:

- a) Préstamos y/o créditos bancarios.
- b) Emisión de acciones ordinarias o comunes.
- c) Emisión de acciones preferentes o de inversión.
- d) Emisión de bonos.
- e) Arrendamiento financiero.
- f) Productos derivados (opciones, futuros forwards, swaps).

2.7.2 ASPECTOS QUE DEBEN CONSIDERARSE AL MOMENTO DE OBTENER UN FINANCIAMIENTO

Al momento de obtener un financiamiento es necesario la empresa tome en consideración los aspectos siguientes:

1) Para qué se requieren los fondos?

- a) Capital de trabajo (financiamiento a corto plazo).
- b) Estructuración de los pasivos a corto plazo.
- c) Comprar nuevos activos fijos o invertir en un nuevo proyecto.

2) Cómo se desea financiar?

- a) Emisión de deuda: bonos o instrumentos de corto plazo.
- b) Emisión de capital: acciones.
- c) Préstamo bancario.

3)Cuál es la alternativa de financiamiento que ofrece mayores ventajas?

- a) **Mercado de valores:** costos de emisión y colocación de valores.
- b) Sistema bancario: costo financiero de un préstamo bancario.

2.7.3 MERCADO DE FONDOS PRESTABLES

Mercado a través del cual ofrecen fondos los que están dispuestos a ahorrar y demandan fondos los que desean solicitar préstamos para invertir.

Una demanda de activos financieros es equivalente a una oferta de fondos prestables. Asimismo, una oferta de activos financieros es equivalente a una demanda de fondos prestables.

Los mercados de fondos prestables o de capitales son los canales mediante los cuales los agentes deficitario (generalmente las empresas) obtienen recursos financieros para adquirir capital físico. Estos recursos financieros provienen del ahorro. Este mercado es para instrumentos financieros de relativamente largo plazo. Se efectúan toda clase de inversiones o transacciones relativas a capitales o activos financieros,

cualesquiera sea su naturaleza; se negocian préstamos, así como compra venta de acciones, bonos, entre otros.

En ese sentido, los mercados de capitales, proporcionan el vínculo entre las decisiones de ahorro de las familias y las decisiones de inversión de las empresas. Los intervinientes en los mercados de fondos prestables o capitales son las familias, las empresas y los intermediarios financieros. El precio del capital, el cual se ajusta para hacer que la cantidad ofrecida de capital sea igual a la cantidad demandada, es la tasa de interés. La tasa de interés es el precio de uso de fondos prestados durante un período específico.

Para este modelo, el sector real de la economía está conformado por dos tipos de agentes económicos: las empresas (agentes deficitarios) y los inversionistas (agentes superavitarios). Ambos recurren al mercado porque, en el caso del agente deficitario, la inversión es superior al ahorro, por lo que tiene escasez de recursos; en cambio, para los superavitarios, el ahorro es mayor que la inversión, por lo que sus excedentes son ofrecidos en el mercado y a cambio de ello recibe una compensación.

En tal sentido, el papel de las empresas consiste en captar fondos mediante la emisión de valores financieros (bonos) o préstamos bancarios (P) con el objeto de financiar los requerimientos de inversión (I).

A su vez, los inversionistas tienen como objetivo invertir su excedente de recursos comprando bonos (B) o colocándolo a través de depósitos bancarios.

Por lo tanto, en este modelo, los incrementos de los agregados de cada categoría de agentes se representan de la forma siguiente:

Empresas Emisora (AD)		Inversionistas (AS)	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Inversión (I)	Valores Financieros (VF)	Depósitos (D)	Ahorros (S)
	Préstamos (P)	Valores Financieros (VF)	Fondos Propios

En este esquema, las **empresas** (Agentes Deficitarios, que tienen escasez de fondos) tienen dos alternativas de financiamiento: emitir Bonos Corporativos (valores financieros) o recurrir a los préstamos o créditos bancarios. El costo de emitir deuda se representa por medio de (k_d) y el costo financiero de un crédito bancario por (i_a).

Por su parte los **inversionistas** (Agentes Superavitarios, que tienen excedente de fondos) tienen dos alternativas de inversión: depositar su dinero en el banco (ahorrar) o comprar bonos. El inversionista por colocar su dinero

en el banco recibe una tasa de interés pasiva (i_p) y por invertir en bonos recibe una rentabilidad o rendimiento al vencimiento (y).

Desde este punto de vista, una empresa se endeuda para invertir en activos y los inversionistas invierten sus ahorros (S) en los bancos (depósitos de ahorro) o en el mercado de valores (comprando bonos).

2.7.4 ENDEUDAMIENTO EMPRESARIAL

Frecuentemente, las empresas sostienen que las deudas contraídas les ocasionan muchas dificultades y que no pueden hacer frente a sus obligaciones en su oportunidad. Entonces surgen las preguntas siguientes:

- ❖ ¿Cuáles son las razones por las que se endeudan las empresas?
- ❖ ¿Hasta qué punto deben endeudarse las empresas?
- ❖ ¿Cuáles son los criterios que deben tener en cuenta al momento de evaluar la posibilidad de endeudarse?

Las empresas se endeudan fundamentalmente por las razones o motivos siguientes:

1) Por razones de requerimiento de capital para financiar la inversión.- normalmente, cuando una empresa busca expandirse o ser más rentable, requiere más capital para la inversión en activos tangibles, intangibles y capital de trabajo; éste capital puede ser propio (mediante nuevos aportes de los accionistas) o de terceros (a través de una deuda). Si la empresa desea ampliar su capacidad de producción y no cuenta con los fondos suficientes para financiar dicha inversión, no queda otra vía que endeudarse para seguir creciendo. Sin embargo, esto tiene límites y en caso sobrepasen, la empresa quiebra o se liquida.

2) Por razones tributarias.- otra de las razones por la cual una empresa se endeuda se debe a que los intereses son deducibles de impuestos (escudo fiscal del interés de la deuda); por lo tanto, a la empresa le resulta atractivo endeudarse y no financiar todos sus activos con capital propio.

3) Por razones especulativas.- en una economía con hiperinflación (elevados niveles inflacionarios) o fuertes devaluaciones (cuando aumenta el tipo de cambio) sí puede ser conveniente para una empresa endeudarse.

Por ejemplo: asumamos el caso de una empresa que obtiene un préstamo en soles equivalente a 50 mil dólares y por efecto de hiperinflación termina pagando 5 mil dólares por su deuda. A esta empresa le resultó bien tomar una deuda.

Otro caso que podría analizarse es el de una empresa que se endeuda en dólares teniendo como expectativa que el tipo de cambio (sol/dólar) baje. Si luego de transcurrido un tiempo, el tipo de cambio disminuye, entonces a dicha empresa -igual que en el caso anterior- termina pagando menos de su deuda inicial.

Por lo tanto, en períodos inflacionarios se beneficia el deudor y se perjudica el acreedor. *Sin embargo, endeudar las empresas por razones especulativas es muy riesgoso y no hay resultados seguros.*

4) Por razones de seguridad patrimonial.- en algunas ocasiones las empresas se endeudan para evitar o impedir que los capitales foráneos (inversionistas extranjeros) compren o adquieran la propiedad de la empresa.

2.7.5 CRITERIOS QUE DEBEN TOMARSE EN CUENTA AL MOMENTO DE ENDEUDARSE

En términos generales, sí resulta conveniente endeudar una empresa por las razones expuestas anteriormente: requerimiento de capital para financiar la inversión, tributarias o seguridad patrimonial, siempre que se consideren los criterios siguientes:

- 1) Existen límites de endeudamiento basados en los ratios de solvencia (pasivo/patrimonio) o teniendo presente que el flujo de caja neto cubra los intereses, la amortización y los impuestos.
- 2) Se debe buscar la coincidencia entre los plazos del servicio de la deuda y los plazos de la generación de recursos financieros para el repago. En otras palabras, una empresa no debe financiar sus inversiones de largo plazo contrayendo deuda de corto plazo.
- 3) Es conveniente que la empresa se endeude en la misma moneda que genera con sus ventas; las empresas no deberían endeudarse en dólares si facturan o venden en soles.
- 4) Una empresa debe endeudarse hasta el punto en que la actividad realizada siga siendo negocio (flujo de caja neto positivo); hasta que la empresa siga generando utilidades que le permitan cubrir sus egresos.

2.8 LA EMISIÓN EN EL MERCADO PRIMARIO DE VALORES

En el mercado primario de valores, los **emisores** –que son los demandantes de fondos- ofrecen valores mobiliarios (acciones, bonos, certificados de depósito negociables, instrumentos de corto plazo, etc.) a los **inversionistas**, que son agentes superavitarios que se tienen excedente de fondos.

La emisión es la creación de nuevos instrumentos financieros por el organismo emisor como consecuencia de una deuda (emisión de bonos u obligaciones) o de un aumento de capital (emisión de nuevas acciones). Supone la introducción o colocación de valores mobiliarios en el mercado de valores.

Un mercado de valores para empresas de baja capitalización podría facilitar la colocación de ofertas públicas pequeñas. Es por ello que para el caso Peruano es necesario un marco legal acorde a las exigencias internas,

que facilite el desenvolvimiento de las medianas empresas dentro del mercado de valores.

Las empresas emisoras poseen dos alternativas de financiamiento vía intermediación directa: emisión de deuda o apertura de su patrimonio¹⁰¹.

2.8.1 Emisión de acciones

La más sencilla e importante fuente de financiamiento es el capital propio, reunido a través de la emisión de acciones. El artículo 257 de la Ley de Títulos Valores -Ley N° 27287- establece que la acción se emite sólo en forma nominativa. Es indivisible y representa la parte alícuota del capital de la sociedad autorizada a emitirla. Se emite en título o mediante anotación en cuenta y su contenido se rige por la ley de la materia¹⁰².

La creación de nuevas acciones por el organismo emisor para el aumento de capital supone la introducción o colocación de activos financieros en el mercado de valores¹⁰³.

La acción se emite en título o en anotación en cuenta, de acuerdo con lo dispuesto por las normas pertinentes¹⁰⁴.

Las acciones se pueden emitir en clases. Los derechos que se confieren a los titulares de las acciones derivan del título. Tal es así que las acciones comunes ofrecen iguales derechos a todos los accionistas en forma genérica. En cambio cuando se emiten acciones en clase, éstas se diferencian de las comunes por los derechos que incorporan.

Por otro lado, la emisión de acciones en el mercado puede ser¹⁰⁵: 1) *a la par*, cuando el suscriptor ha de entregar a la empresa el valor nominal del título; 2) *con prima*, cuando el desembolso para la suscripción es superior al valor nominal; 3) *liberada*, cuando en el caso de una ampliación de capital la suscripción de las acciones nuevas no requiere desembolso alguno. La emisión de nuevas acciones trae consigo el ejercicio del derecho de

¹⁰¹ LÓPEZ Rafael – SOUSA Lorenzo, Obra citada, páginas 79-84.

¹⁰² El artículo 257.2 de la Ley de Títulos Valores estipula que cuando la acción pertenece a una determinada clase, confiere a su titular exactamente los mismos derechos y obligaciones que las previstas para las demás de su misma clase.

¹⁰³ La acción que emite la sociedad es un título valor reconocido por ley, ello fluye no sólo de la ley de la materia (Ley General de Sociedades) sino en forma expresa de la Ley de Títulos Valores. La acción se emite a favor de una persona natural o jurídica y que el titular debe ser nominado, no siendo posible emitir acciones al portador.

¹⁰⁴ Las acciones en título se inscriben en el Libro de Matrícula de Acciones y se materializan en los certificados emitidos por la sociedad; las anotaciones en cuenta son confiadas a las entidades llamadas por ley y ellas son las encargadas de emitir los certificados que acreditan que los titulares tienen inscrito su derecho como accionista.

¹⁰⁵ TOLA NOSIGLIA José, Obra citada, Lima 1 994.

suscripción preferente de los antiguos accionistas, los cuales pueden ejercerlo directamente y suscribir los títulos o enajenarlo a su valor teórico o bursátil, en cuyo caso podrá suscribir la persona que lo desee.

La mayor parte de las empresas emiten un único tipo de acciones ordinarias. Sin embargo, en algunas ocasiones una firma puede tener dos tipos de acciones en circulación, que difieren en su derecho a votar y a recibir dividendos.

El número máximo de acciones que se puede emitir se conoce como capital social autorizado o capital en acciones autorizado. Este máximo se especifica en los estatutos de la sociedad y sólo puede incrementarse con la autorización de los accionistas.

La mayor parte de las acciones emitidas están en poder de los inversionistas. Estas acciones se dice que están en circulación.

Las acciones emitidas se contabilizan en los libros de la empresa por su valor nominal.

El precio de las nuevas acciones vendidas al público casi siempre supera el valor nominal. La diferencia se recoge en la contabilidad como capital aportado adicional o prima de emisión.

El éxito de una emisión de acciones depende de los siguientes factores:

- ✓ El precio de emisión es un aspecto muy importante.- cuanto menor sea el precio de emisión, mayor será el valor de los derechos de suscripción, y más fácil será vender las nuevas acciones, pero, en cambio, menos recursos financieros obtiene la empresa. Por el contrario, si el precio de emisión fijado es alto, mayor será el volumen de recursos financieros que la empresa obtiene con un número de acciones dado, pero más difícil resultará colocar esas acciones en el mercado primario.
- ✓ La forma en que estén repartidas en el mercado las acciones antiguas.- si éstas están concentradas en unas pocas manos, su cotización será mucho más frágil que si estuvieran distribuidas entre un gran número de accionistas.
- ✓ El volumen de acciones emitidas.- si la ampliación es de una acción nueva por cada cuatro antiguas, será mucho más fácil colocar la nueva emisión que si la ampliación fuera de una nueva por una antigua.
- ✓ La elección del momento.- si nos hallamos en una fase ascendente del ciclo económico es probable que la ampliación salga bien.
- ✓ La intervención de un buen intermediario es un factor muy importante.
- ✓ Una publicidad adecuada.

2.8.2 Emisión de bonos

La *emisión de bonos es la creación de nuevos valores mobiliarios por el organismo emisor como consecuencia de un préstamo*. Representan el préstamo que los inversionistas otorgan a una empresa o entidad que los emite, la que se compromete a devolver el dinero en la fecha acordada. En otras palabras, un bono es un instrumento financiero por medio del cual, un prestatario (agente deficitario) acuerda pagar al agente superavitario (inversionista individual o institucional) una tasa cupón y el valor nominal al vencimiento del bono.

Cuando se endeudan las empresas prometen realizar el pago periódico de intereses (cupón) y devolver el principal (cuantía inicial tomada a préstamo) de acuerdo con los plazos acordados. Sin embargo, esta responsabilidad es limitada. Los accionistas tienen el derecho de impago ante cualquier obligación de deuda, dejando en manos de los prestamistas los activos de la sociedad. Está claro que optarán por hacerlo únicamente si el valor de los activos es menor que la cuantía de la deuda.

La emisión de bonos u obligaciones puede ser de 2 clases: 1) *con prima*, que a su vez puede ser: *a) de emisión*, que es colocada en el mercado primario bajo la par, es decir, a un precio inferior a su valor nominal, *b) de reembolso*, por suma mayor al valor nominal; 2) *sin prima*.

Puesto que los prestamistas u obligacionistas no son considerados propietarios de la empresa no tienen poder de voto. El pago de los intereses de la deuda se considera como un costo y se resta del beneficio imponible. En cambio los dividendos de las acciones ordinarias se pagan con el beneficio después de impuestos.

2.8.2.1 Análisis comparativo de las ventajas y desventajas de la emisión de de bonos

El mercado de deuda permite a las empresas captar recursos a través de la emisión de bonos (los cuales son emitidos a un plazo mayor a un año). La emisión de estos valores obliga a los emisores a realizar pagos periódicos de intereses (cupones) y a devolver el importe total de la deuda al vencimiento de la misma.

De acuerdo con la investigación realizada, en nuestro país, las empresas han preferido financiarse a través de la emisión de bonos. Son pocas las empresas que han realizado emisión de acciones (sólo existen dos casos en los últimos seis años).

Las principales ventajas y desventajas del financiamiento empresarial mediante la emisión de bonos son las siguientes:

Ventajas de emitir bonos

- Diversificación de las fuentes de financiamiento.
- Mejoran la liquidez así como el capital de trabajo de la empresa emisora.
- Permite lograr un adecuado calce entre flujos de ingresos y egresos.
- Por lo general no se requieren garantías específicas (si se emite por debajo del patrimonio). Si se emite por encima se requiere garantía específica.
- Acceso al financiamiento directo a menor costo.
- Reestructuración de cartera de las empresas.
- No disminuyen el control de la organización. Los obligacionistas no participan de las utilidades ni comparten el control de la empresa.
- Generan escudo tributario. El pago de intereses es deducible para los efectos del impuesto a la renta, es decir, como los intereses pagados son deducibles de impuestos, al financiarse con deudas la empresa obtiene mayores utilidades.
- Facilitan la planeación estratégica. Versatilidad para diseñar variantes a partir del esquema básico del bono.

Desventajas de emitir bonos

- La deuda que se genera con la emisión de los bonos representa un desembolso fijo y por lo tanto, las desviaciones de las proyecciones financieras pueden provocar la postergación de los pagos o su aplazamiento indefinido, en cuyo caso la liquidación, la conversión de deuda en capital o la transferencia de la propiedad constituyen las opciones previas al pago.
- La deuda tiene fecha fija de vencimiento.
- Un elevado coeficiente de apalancamiento, visualizado mediante una alta participación porcentual de las deudas en la estructura financiera, aunque es favorable porque contribuye a incrementar las utilidades por acción común, puede ser contraproducente para los accionistas si las utilidades distribuidas crecen menos que el valor de mercado del título y en consecuencia, la tasa de rendimiento sobre el capital contable tiende a la baja.
- Como la relación contractual establecida entre la empresa y los inversionistas se dimensiona a largo plazo, el riesgo para éstos es mayor. Esto suele propiciar condiciones más exigentes.
- Hay límite en la captación de fondos a partir de deudas a largo plazo, conceptuándose que la barrera está determinada por la capacidad real de pago y por el hecho de evitar que la empresa termine orientando externamente los recursos provocados por la operación, dando lugar a la afirmación "la compañía trabaja para terceros".

- Mayor supervisión de las entidades reguladoras.
- Mayor apertura y flujo continuo de información al mercado.
- Continua evaluación por parte de las clasificadoras de riesgo.

2.8.3 Capital contra Deuda

Las diferencias concretas que se derivan de comparar el capital propio representado por acciones con la deuda representada por bonos, está plasmada en el cuadro siguiente:

Características	Capital: acciones	Deuda: bonos
NATURALEZA	Fortalece la estructura patrimonial	Incrementa el pasivo no corriente
PLAZO	Indefinido	Definido (más de 1 año)
RIESGO	Capital de riesgo	Garantía específica cuando la emisión es por encima del patrimonio.
BENEFICIO	Dividendos aleatorios	Intereses fijos
INCUMPLIMIENTO	Las empresas no pueden quebrar por no pagar dividendos	La deuda sin pagarse es un pasivo para la empresa
CONTROL	Las acciones por lo general tienen derecho a voto (acciones comunes)	Los bonos no tienen derecho a voto
DERECHOS PATRIMONIALES	Detenta la propiedad de la empresa	No detenta la propiedad de la empresa
CONDICIÓN TRIBUTARIA	Los dividendos normalmente se gravan como ingreso personal; éstos no son un gasto del negocio	Los intereses normalmente se gravan como ingreso personal; los intereses son un gasto para el negocio

Las diferencias más importantes se aprecian en cuanto al control y a los derechos patrimoniales. Las acciones dan derecho a voto, en cambio la deuda no; esto quiere decir, que las acciones permiten direccionar o controlar la empresa. Además, a diferencia de los bonos, con las acciones se detenta el derecho de propiedad de la empresa.

Factores que determinan el éxito de una emisión:

- Tamaño de la empresa.
- Lucro obtenido por la empresa emisora.
- Perspectivas estables y crecientes de lucro.
- Clasificación de riesgo del activo financiero.
- Calidad de la administración.
- Oportunidad del mercado de determinar el momento óptimo de la emisión.
- Desarrollo del mercado de valores.
- Costo de emisión y colocación de los activos financieros.

2.9 ANÁLISIS COMPARATIVO DEL MERCADO PRIMARIO DE VALORES CON EL SISTEMA BANCARIO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO

Lo que hace un empresario es comparar entre el costo de obtener un préstamo bancario y el costo de una emisión de acciones y/o bonos. Por ejemplo, el costo de emitir y colocar bonos en el mercado en promedio está en 12% en dólares, frente a una tasa activa en dólares del sistema bancario del 14% en dólares y del 29% en soles¹⁰⁶.

En forma general, las diferencias más importantes entre el Mercado de valores y el Sistema Bancario se puede apreciar en el cuadro siguiente:

	Mercado de valores	Sistema Bancario
Costo por financiamiento	Bajo	Relativamente alto
Característica esencial	Ofrece mayor liquidez	Ofrece menor liquidez
Frecuencia	Es más dinámico	Es más estático
Alternativas de financiamiento	Variadas: acciones, bonos, letras, pagarés, etc.	Fundamentalmente el préstamo bancario
Forma de colocación	Vía oferta pública	Privado
Forma de pago	No son necesariamente periódicos	Periódicos

Si bien es cierto y notoria la diferencia que existe al endeudarse en el Mercado de valores debido al costo por financiamiento (menores tasas) también es importante indicar que en lo referente a la emisión de bonos, los intereses son pagados trimestral o semestralmente y el capital se hace efectivo al final o mejor dicho al vencimiento del bono; en cambio un préstamo en el sistema bancario generalmente, los intereses y el capital se pagan en forma mensual. Esto es, el bono permite al empresario trabajar con el capital que se endeuda, en cambio un préstamo bancario se tiene que amortizar mensualmente el capital.

Por otro lado, el Mercado de Valores es más flexible que el sistema bancario porque ofrece mayor liquidez, esto se debe al dinamismo del Mercado de valores.

Asimismo, otra de las diferencias es la variedad de alternativas de financiamiento que ofrece el Mercado de Valores: acciones, bonos, letras, pagarés, etc; en cambio el sistema bancario fundamentalmente ofrece los préstamos bancarios.

Un punto importante a considerar cuando se compara el Sistema Bancario y el Mercado de Valores es el que se estableció en el capítulo anterior; deducimos que en términos de costos, cuando una empresa requiera financiamiento por un monto menor a US\$ 10 millones, le resulta

¹⁰⁶ Memoria Anual BCRP. Año 2006.

conveniente financiarse mediante el crédito bancario; por el contrario, si la empresa, decide financiar un monto superior a los US\$ 10 millones es aconsejable que recurra al Mercado de Valores como la alternativa óptima de financiamiento. A manera de conclusión podemos afirmar lo siguiente: dependiendo de la capacidad de endeudamiento de las empresas, algunas les resultará más conveniente recurrir al crédito bancario, mientras que a otras les parecerá mejor y más atractivo endeudarse en el Mercado de valores. Todo dependerá de la situación económica y financiera por la que atraviesan, así como también dependerá de su disposición a informar al mercado sobre la marcha de sus empresas.

Otra de las principales consideraciones a tener en cuenta para decidir entre recurrir a mecanismos de financiamiento indirecto, vía créditos bancarios principalmente y realizar una emisión de obligaciones son básicamente por costos: fijos y variables. En el caso del crédito bancario los costos son fundamentalmente variables y estos comprenden fundamentalmente a la tasa de interés cobrada por el banco y los costos que podrían tener la constitución de garantías los cuales guardan relación con el monto del préstamo. Cuando se trata de obtener financiamiento en el Mercado de Valores, mediante oferta pública, la presencia de los costos fijos (estructuración de la emisión, clasificación de riesgo, inscripción en el RPMV, elaboración del prospecto informativo, publicidad, representante de obligacionistas, road show, gastos notariales) es la más importante; aunque también los costos variables (tasa de interés ofrecida y contrato de colocación) se encuentran presentes.

2.10 REGISTRO PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES (RPMV)

El Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) constituye el medio por el cual se pone a disposición del público, la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas con la finalidad de lograr la transparencia del mercado de valores.

De acuerdo con el artículo 13 de la LMV, en el RPMV se inscriben los valores, programas de emisión de valores, fondos mutuos, fondos de inversión y los participantes del mercado de valores que señale la LMV, con la finalidad de poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas y lograr la transparencia en el mercado.¹⁰⁷

El artículo 14 de la LMV establece que corresponde a CONASEV llevar el Registro y determinar su organización y funcionamiento sobre la base de los principios de libre acceso a la información y de simplificación administrativa.

¹⁰⁷ El Reglamento del RPMV está contenido en la Resolución CONASEV N° 079-97-EF/94.10.0. En el artículo 10 de este reglamento, se establece las normas generales para la inscripción en el Registro, el que se realiza por una Resolución CONASEV o Resolución de Gerencia General de inscripción o autorización de funcionamiento, según sea el caso, así como directamente por el registrador en los casos de inscripción automáticas.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 16 de la LMV, la información contenida en el Registro tiene un carácter público y por lo tanto, de libre acceso. Sin embargo, en algunos casos, puede tener carácter reservado, no pudiendo ser materia de difusión.

2.10.1 Secciones del Registro Público del Mercado de Valores

Según el artículo 15 de la LMV, el RPMV debe constar de las siguientes secciones, sin perjuicio de que CONASEV establezca otras adicionales de acuerdo con los requerimientos del mercado¹⁰⁸:

- 1) De valores mobiliarios y programas de emisión.
- 2) De agentes de intermediación en el mercado de valores.
- 3) De fondos mutuos.
- 4) De fondos de inversión.
- 5) De sociedades de propósito especial.
- 6) De sociedades administradoras de fondos de inversión.
- 7) De sociedades administradoras de fondos mutuos.
- 8) De sociedades tituladoras.
- 9) De empresas clasificadoras de riesgo.
- 10) De sociedades anónimas abiertas.
- 11) De instituciones de compensación y liquidación de valores.
- 12) De las bolsas y otras entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados de negociación.
- 13) De árbitros.
- 14) De auditores independientes.
- 15) De las bolsas de productos.
- 16) De productos.
- 17) De corredores de productos.
- 18) De operadores especiales.
- 19) De cámaras de compensación.
- 20) Intermediarios extranjeros
- 21) De custodia.

¹⁰⁸ Las secciones señaladas en los acápites 1) al 13) son las mencionadas en el artículo 15 de la LMV; los acápites 14) al 19) han sido aprobados por el Reglamento del Registro; el acápite 20) por el Reglamento de Agentes de Intermediación y el acápite 21) por el Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras.

2.11 PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA EN EL MERCADO DE VALORES

Felipe del Solar¹⁰⁹ afirma que la transparencia de la gestión pública, la libertad de información, de expresión y de prensa son los elementos centrales de un gobierno democrático (...). La herramienta fundamental de la transparencia es el acceso a información en poder del Estado. Como afirma Islam (2003), la regulación del acceso a información pública determina los flujos de información existentes y facilita el control ciudadano sobre el gobierno (...). Las relaciones internacionales, el control y fiscalización de las empresas, la responsabilidad social, la administración de justicia, la economía y el crecimiento, entre otras áreas, se han visto afectadas por esta tendencia hacia una mayor transparencia (...). La transparencia ha demostrado ser una excelente herramienta de regulación (...). El acceso a información pública (AIP) es la columna vertebral de la transparencia, pero está lejos de definir sus fronteras. Podemos definir el AIP como el derecho a recibir en forma eficaz y oportuna cualquier información que haya sido elaborada, recibida o procesada con fondos públicos, o se encuentre en poder del Estado. Este factor está en la base de un sistema político democrático en el que existen fuentes efectivas diversas de información confiable.

Por lo expresado anteriormente, el término transparencia debe ser entendido como idea de revelación, sinceridad, claridad. Específicamente, en lo que corresponde al mercado de valores a la necesidad de que los inversionistas cuenten con información respecto de los valores que se negocian en el mercado, así como sobre la sociedad emisora de dichos valores.

El principio de transparencia en el mercado de valores se conoce como el principio de la información y es fundamental en el mercado de valores. Un mercado es transparente cuando, quienes participan en él, tienen la misma oportunidad de ser informados. Sin transparencia no es posible que el mercado inspire la confianza necesaria a quienes participan en él. Al aplicarse el principio de la transparencia, debe tenerse en cuenta que no se trata de exigir cualquier tipo de información. La información debe reunir las características siguientes: uniformidad, claridad, sencillez, oportunidad y veracidad.

En lo que se refiere a la información se debe distinguir aquella que se requiere para la inscripción en el RPMV y la que debe proporcionarse con posterioridad a la inscripción del valor.

Torres Vega sostiene¹¹⁰ que la transparencia del mercado es una condición para el buen funcionamiento del mercado de valores, ya que es necesario contar con elementos que hagan posible que los que intervienen en las negociaciones del mercado de valores en general o bursátiles en particular, tengan acceso a la información con respecto a los valores que se negocian y a los emisores de éstas.

¹⁰⁹ SOLIMANO Andrés - TANZI Vito - DEL SOLAR Felipe, Las Termitas del Estado; Editorial Fondo de Cultura Económica, 144 páginas, Chile 2008, páginas 89-95.

¹¹⁰ TORRES VEGA José Luis, Emisión de Obligaciones en el Régimen Legal del Perú; Editorial Cuzco S.A., Lima 2002, pág. 159.

Por lo que se conceptúa a la transparencia como la capacidad de un mercado para brindar al inversionista información veraz, oportuna, clara, completa, de fácil interpretación y económica sobre los aspectos de las sociedades emisoras y de los valores por ellas emitidas, y esta información a la cual se debe tener acceso, no puede ser de cualquier tipo, tiene que ser relevante; es decir, ha de causar interés y ser de utilidad a los participantes del mercado de valores, así como suficiente y oportuna.

En virtud de este principio, un emisor de valores a través de una OPP, debe informar correctamente al mercado no sólo respecto a valores que se desea colocar o vender, sino también con relación a la realidad de la sociedad emisora, el uso que se le darán a los fondos captados y la manera cómo se venderán o colocarán dichos valores. Esta información se plasma en un documento denominado Prospecto Informativo, el cual debe ser puesto a disposición del organismo gubernamental regulador, que en nuestro caso es CONASEV¹¹¹.

Sin embargo, para lograr la transparencia, es necesario que la información no sólo se refiera a las empresas emisoras, sino también a la situación del mercado y de los sectores de la economía.

En síntesis, de acuerdo con Felipe del Solar¹¹² el contexto institucional también constituye un factor importante en la eficacia de las políticas de transparencia. En países con altos niveles de corrupción, medidas de transparencia como las normas de AIP (Acceso a Información Pública), pueden tener sólo un efecto limitado.

2.12 EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO Y EL MERCADO DE VALORES

“El Gobierno Corporativo es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. El Gobierno Corporativo también provee la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño” (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico OCDE).

Los inversionistas consideran cada vez más la aplicación de prácticas de buen gobierno como un elemento de suma importancia para preservar el valor real de sus inversiones en el largo plazo, en la medida que conlleva a eliminar la información desigual entre quienes administran la empresa y sus inversionistas. Refuerza este objetivo la existencia de un adecuado marco legal y prácticas de supervisión eficientes que velen por la existencia de mercados transparentes que garanticen la protección del inversionista.

¹¹¹ El artículo 16 de la LMV, dispone que la transparencia debe reflejarse en el comportamiento de las personas inscritas en el RPMV, en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado.

¹¹² SOLIMANO Andrés - TANZI Vito - DEL SOLAR Felipe, Obra citada, página 138.

El buen gobierno corporativo es un elemento esencial en la búsqueda de eficiencia económica para todo mercado de valores, en la medida que su fin último es *generar valor para todos los accionistas*¹¹³.

El concepto de buen gobierno corporativo está *referido básicamente a la protección de los derechos de acreedores y accionistas no controladores*. En ese sentido, los inversionistas se vienen alejando de aquellas empresas que se encuentran pobremente gobernadas y por el contrario, están focalizando su atención en aquellas que cumplen con los estándares internacionales de transparencia, independencia, confianza y conciencia social.

El buen gobierno corporativo está en referencia principal a la responsabilidad de la empresa respecto a la atención de los derechos de sus accionistas minoritarios; quienes son socios cuya participación en el accionariado no es suficiente para tener espacio en la conducción de la empresa ni capacidad fiscalizadora de la gestión.

La existencia de conflictos de intereses entre los accionistas mayoritarios que controlan la gestión de la empresa (insiders) y los accionistas minoritarios (outsiders), es una fuente de deseconomías que generan costos de oportunidad ocultos. De manera ampliada dentro de la preocupación por un buen gobierno corporativo se incluyen además de los accionistas minoritarios a otros grupos de interés social cuya participación en la empresa contribuye a la formación de valor. Entre estos grupos tenemos a empleados, proveedores y acreedores. La importancia de incorporar a estos grupos reside en el hecho que al cooperar con los intereses de estos grupos, no solo se está realizando una inversión social, sino que ellos se identifican y promueven con los propios intereses de la empresa, lo cual se traduce en beneficios en el largo plazo.

Cuando una empresa requiere captar recursos mediante emisiones de títulos, se enfrenta a un mercado de inversionistas recelosos de colocar su dinero en empresas donde suelen tratar de manera asimétrica a sus accionistas mayoritarios y minoritarios, lo cual finalmente se traduce en la imposibilidad de levantar recursos en los mercados de capitales, o el emisor de los títulos tendrá que hacerlo con costos mayores para compensar la percepción de riesgo existente entre los inversionistas.

La adopción de normas de buen gobierno corporativo contribuye a mejorar ciertos aspectos que influyen en la percepción de riesgo de los agentes financiadores y con ello se facilita el acceso a los mercados financieros y abarata el costo de los recursos.

Por ello, la responsabilidad de un “buen gobierno corporativo” implica una política de práctica permanente hacia la transparencia en la gestión del negocio, equidad corporativa en el sentido de no reservar privilegios hacia los inversionistas mayoritarios y el cumplimiento de responsabilidades con los grupos de interés desde una lógica económica.

¹¹³ El objetivo fundamental de las Finanzas es maximizar la riqueza de los accionistas de la empresa, la cual constituye una estrategia a largo plazo que hace hincapié en el aumento del valor actual de la inversión de los dueños y en la implementación de proyectos que aumenten el valor de mercado de la empresa. Maximizar el valor de mercado de la empresa requiere visualizar las empresas como maquinarias generadoras de caja; en otras palabras, que las inversiones generen un retorno mayor (mayor rentabilidad) que el costo de oportunidad del capital. Al maximizar el valor de la empresa, se salvaguarda y se incrementan los intereses de los accionistas y los demás agentes económicos de la mejor manera posible.

Un aspecto esencial del buen gobierno corporativo es que las empresas con buen gobierno corporativo son menos proclives a la corrupción y se caracterizan por generar confianza y garantizar que sus recursos tengan un uso racional¹¹⁴ y eficiente¹¹⁵. Por lo tanto, estas empresas tendrán un mayor acceso a los mercados financieros y con ello un mayor crecimiento, que contribuirá al desarrollo económico del país.

Consiguientemente, las empresas basadas en la confianza son las que crean trabajo, aportan con sus impuestos, proveen al mercado de bienes y servicios adecuados, además de garantizar el bienestar de la sociedad en su conjunto.

¹¹⁴ La racionalidad implica tomar decisiones acorde con el criterio del costo-beneficio, es decir, realizar una actividad si y sólo si los *beneficios son superiores a los costos*. Al respecto, Douglass North en su obra "Para entender el Proceso de Cambio Económico", afirma que el supuesto de la racionalidad es el fundamento de la teoría económica (y cada vez más, de otras ciencias sociales). El supuesto de la racionalidad sustantiva del economista funciona bien en los mercados competitivos de precios anunciados. Si todas las decisiones fueran simples, se tomaran a menudo, tuvieran una retroalimentación sustancial y rápida e involucraran una motivación importante, la racionalidad sustantiva sería suficiente a todos los efectos. El supuesto de racionalidad sería a la vez un modelo predictivo y descriptivo de ámbitos de equilibrio, y los modelos de aprendizaje basados en él podrían ser utilizados para describir la dinámica por fuera del equilibrio. Pero tan pronto como nos apartamos de este modelo competitivo simple el precio pasa a depender del comportamiento de otros compradores y vendedores, la complejidad de la decisión aumenta y necesitamos sumergirnos a mucha más profundidad en el proceso cognitivo. En particular, debemos tomar en cuenta la existencia ubicua de la incertidumbre.

¹¹⁵ Una organización o sistema es eficiente en la medida que cumpla los fines que se ha propuesto con el menor empleo de recursos posible. Significa hacer lo mismo en menos tiempo, en forma más mecánica, minimizando el empleo de los recursos.

CAPÍTULO**3**

OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

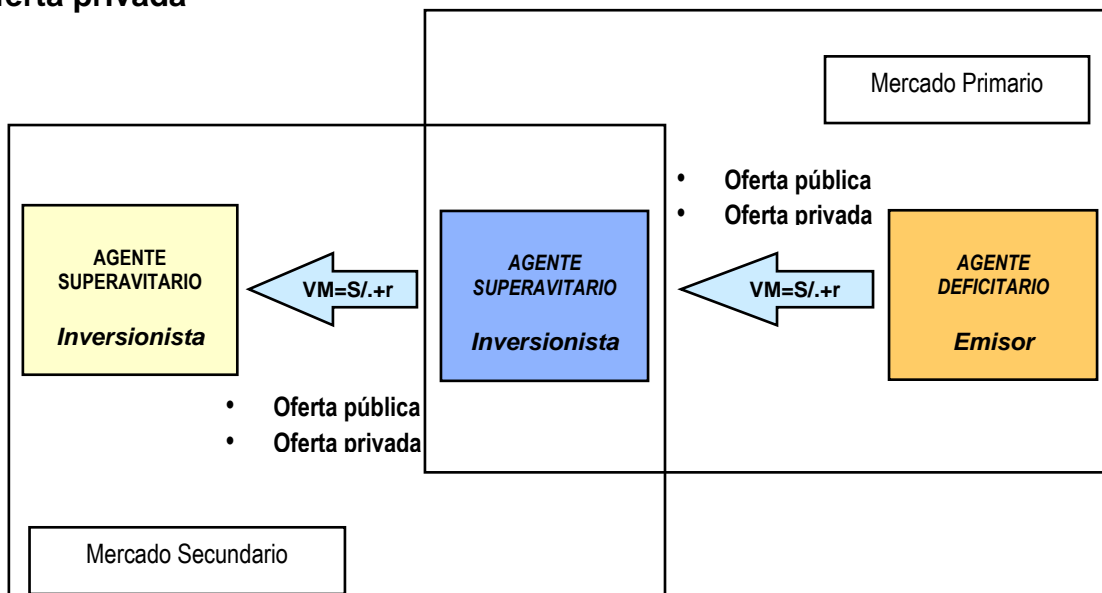
3.1. OFERTA PÚBLICA DE VALORES

La oferta de valores puede ser definida como el acto por el cual una persona natural o jurídica ofrece, a fin de celebrar un acto traslativo de dominio, un valor o un conjunto de valores, poniéndolos a disposición, sea del público en general, sea de un determinado sector o persona, mediante un procedimiento que asegure la posibilidad de que el conocimiento de la oferta llegue a la o las personas potencialmente interesadas, a través de un medio de comunicación adecuado.

La oferta pública de valores es la venta de valores al público en general; para personas no determinadas y ajenas a la sociedad. No se considera oferta pública de valores mobiliarios los actos relacionados con la constitución simultánea de sociedades anónimas, la oferta de acciones que se emitan por concepto de aumento de capital efectuado por sociedades cuando la invitación se realiza por mandato legal o cuando se realiza para que los accionistas ejerzan su derecho de preferencia. Asimismo, no constituye oferta pública primaria la emisión de acciones del trabajo y la distribución resultante de la capitalización de las utilidades, de

reservas, de excedentes de revaluación y de obligaciones u otros casos que no impliquen aporte de capital por el público.

Interconexión del mercado primario y mercado secundario.- La oferta pública y la oferta privada



3.1.1 NATURALEZA JURÍDICA DE LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES

La oferta pública de valores es una propuesta unilateral de carácter no receptiva, por estar dirigida a personas indeterminadas y por tanto, sin fuerza vinculatoria mientras no se produzca la aceptación; en un acto nominado, desde que existen normas que lo regulan, además de ser un acto comprendido dentro de los actos de comercio.

La aceptación da lugar al nacimiento de una relación jurídica¹¹⁶ con el oferente y a su vez, la extinción de la oferta en relación con posibles aceptantes.

La oferta de valores, sea pública o privada, es un acto jurídico y como tal responde a una manifestación de voluntad destinada a crear, regular, modificar o extinguir relaciones jurídicas. En consecuencia, requiere para su validez, conforme lo dispuesto en el artículo 140 del Código Civil, de agente capaz, objeto física y jurídicamente posible, fin lícito y observancia de la forma prescrita bajo sanción de nulidad.

Las ofertas públicas requieren la inscripción de los valores en el registro, salvo se trate de valores emitidos por el BCR y gobierno central. En las ofertas públicas es obligatoria la intervención de un agente de intermediación (los emisores

¹¹⁶ La relación jurídica es el nexo que existe entre 2 personas: la primera que es el sujeto activo o titular de un derecho y la segunda que es el sujeto pasivo u obligado. Puede haber también relación jurídica entre una persona y el Estado.

podrán hacerlo directamente y en la colocación primaria de fondos de inversión y fondos mutuos). 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 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. Toda emisión de bonos requiere del representante de obligacionistas.

La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, en el artículo 4 establece que es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores. Esta definición contiene los siguientes elementos configurativos¹¹⁷:

- a) **Invitación.** De acuerdo con el literal “a” del artículo 6 del ROPPV, se considera invitación a toda aquella manifestación de voluntad que se efectúa de modo directo o a través de terceros, tenga ésta el carácter de invitación a ofrecer, simple oferta, promesa unilateral u otra que tenga por objeto efectuar o recibir propuestas a lo señalado en el literal “f”.
- b) **Emisor de los valores.** Persona jurídica de derecho público o privado. En forma general, pueden ser emisores aquellas personas jurídicas organizadas de acuerdo con las formas societarias previstas en la LGS. Sin embargo, en la práctica, la sociedad anónima se constituye en la emisora por antonomasia¹¹⁸.
- c) **Ofertante.** Es el sujeto que realiza la invitación, el cual es considerado un agente de intermediación.
- d) **Destinatario de la invitación.** Puede ser el público en general o un determinado segmento de éste. Por público en general se entiende el conjunto de personas indeterminadas, nacionales o extranjeras, que sean potenciales inversionistas en el territorio nacional. Se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público.
- e) **Cualificación de la invitación.** Hace referencia a que ésta debe ser adecuadamente difundida a través de cualquier medio, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que permita la tecnología, que resulte idóneo para dar a conocer el contenido de la misma a su destinatario. Asimismo, se incluye la utilización de los servicios de las bolsas de valores o de las entidades encargadas de la conducción de mecanismos centralizados.

¹¹⁷ SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, Obra citada, páginas 227-228.

¹¹⁸ En nuestro país no existe restricción normativa alguna que impida a una empresa acceder al Mercado Primario de Valores. Por lo tanto, la emisión de valores –a través de acciones o bonos- está abierto a cualquier tipo de empresas, sean grandes, medianas y pequeñas. Sin embargo, como veremos en los acápite siguientes no existe un sólo caso de emisión de pequeñas empresas, ya que éstas se caracterizan por tener ingresos por ventas anuales entre 50,000 y 1 millón de dólares.

- f) **Propósito de la invitación.** La invitación tiene como propósito realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios, incluyendo el derecho u opción de suscripción o adquisición. Además dicho acto jurídico, cualesquiera sean las características del mismo, debe tener la naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquiriente.

3.2 OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE VALORES (OPPV) EN EL PERÚ

La oferta pública primaria de valores (OPPV) es la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas jurídicas dirigen al público en general o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación de nuevos valores mobiliarios, emitidos para tal fin.

Dos son los requisitos necesarios según nuestra la ley del mercado de valores para una oferta pública primaria:

- a) Nuevos valores (valores recién emitidos) y,
- b) Que los valores sean emitidos por una persona jurídica.

La oferta pública primaria de valores es una de las actividades que las legislaciones del mercado de valores del mundo se ocupan de regular y legislar de manera precisa y cuidadosa. Esta precisión y cuidado lleva a que los legisladores y entidades reguladoras se ocupen de este tema de una manera multidisciplinaria, sobre la base de diferentes especialidades profesionales, tales como la económica, legal y contable. En efecto, una OPP es poner a disposición del público en general, valores mobiliarios que se emiten por primera vez, a cambio de dinero, lo cual se lleva a cabo a iniciativa de la voluntad societaria de una determinada persona jurídica, cuyos órganos competentes se encargan de determinar las principales características de los mismos, tales como su naturaleza jurídica, plazos, tasas de interés y garantías de ser el caso¹¹⁹.

Pero la voluntad societaria referida en el anterior párrafo no será suficiente para realizar una OPP, ya que se requiere que esté acompañada de determinados requisitos de información que se debe poner a disposición del público inversionista a los cuales están dirigidos los valores materia de la OPP. Señalan Fox Hillman & Langevoort: “Las leyes de regulación del mercado de valores existen debido a la particular necesidad de información que requieren los inversionistas”¹²⁰.

En tal sentido, las normas del mercado de valores y en especial las que regulan las OPP, protegen jurídicamente el derecho de los inversionistas a saber qué es lo que se les está ofreciendo, y por ende qué es lo que van a adquirir, así como los riesgos inherentes a los bienes ofertados.

¹¹⁹ REVISTA DE DERECHO THEMIS 40, La Oferta Pública Primaria de Valores; página 71. Piaggio Torre Tagle Ezio.

¹²⁰ REVISTA DE DERECHO THEMIS 40, Obra citada, pag. 72.

Según nuestra Ley del Mercado de Valores, la oferta pública primaria está referida a la oferta de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas. En otras palabras, una OPP es aquella venta de nuevos valores, realizada por las personas jurídicas en el mercado primario¹²¹. En cuanto al objetivo de una OPP, se debe resaltar que ésta sirve para obtener recursos de los agentes superavitarios (inversionistas), con la finalidad de utilizarlo en actividades productivas de la empresa, reestructurar deudas o para capital de trabajo.

En toda oferta pública primaria intervienen:

1. El emisor (agente deficitario que pretende captar recursos de los agentes superavitarios);
2. La CONASEV (ente regulador del mercado de valores);
3. El estructurador (encargado de la dirección de la oferta pública, realiza el estudio de la emisión);
4. El Ofertante (invita a adquirir los valores, puede ser el propio emisor o agente de intermediación)
5. Los inversionistas (agentes superavitarios que tienen excedente de recursos financieros);
6. Las empresas clasificadoras de riesgo, según corresponda (emiten opinión acerca de la situación financiera del emisor).

3.2.1 COLOCACIÓN ANUAL DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS EN EL PERÚ

En el cuadro N° 01, se puede apreciar las ofertas públicas primarias realizadas en nuestro país durante los años 2003-2008¹²².

En ese sentido, durante el período 2003-2008 los bonos corporativos –bonos de empresas- representan el instrumento más utilizado por el sector empresarial como alternativa de financiamiento en nuestro mercado de valores. Es así que en el año 2008 el monto colocado a través de bonos corporativos (1.823.040) representa el 61.55% del total colocado en soles (2.961.820). Para este mismo año, el monto colocado en dólares (85.229) representa el 22.95% del total del monto colocado en dólares (371.213).

Asimismo, se puede notar que durante el período 2003-2008 sólo se emitieron acciones en el año 2007. El monto colocado en dólares fue de US\$ 13.462 dólares, representando el 0.45% del monto total colocado en dólares. De igual

¹²¹ Como se puede notar, para nuestra legislación la característica fundamental de una OPP es la creación de nuevos valores, es decir, dar existencia a éstos por primera vez, y que sean emitidos por entidades con personería jurídica. El adjetivo nuevo implica, en este contexto, que los valores mobiliarios no hayan sido objeto previo de intercambio. En consecuencia, la emisión de estos valores se concibe como un acto creador o primigenio y la oferta generalmente tiene como único propósito la colocación de estos valores, esto es, la venta del emisor a un tercero y no otro acto jurídico.

¹²² En el Anexo N° 01: Colocación Anual de las Ofertas Públicas Primarias por emisor y tipo de moneda se puede apreciar el detalle de todas las colocaciones efectuadas en el mercado. Incluyen acciones, bonos corporativos, bonos de arrendamiento financiero, bonos hipotecarios, bonos subordinados, bonos de titulización, instrumentos de corto plazo, certificados de depósito negociables.

manera se emitió acciones por el monto de S/. 64.621 soles, representado el 1.95% del monto total colocado en soles. Esto último demuestra que las empresas en nuestro país prefieren la deuda antes que compartir la dirección de la empresa¹²³.

Cuadro N° 01: Colocación anual de ofertas públicas primarias 2003- 2008
(En miles de unidades monetarias)

TIPO DE INSTRUMENTO	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
A. ACCIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	13.462	64.621	-	-
B. BONOS												
- B. CORPORATIVOS	395.847	1.169.935	430.551	871.160	296.098	1.158.295	478.000	2.093.030	192.507	2.246.215	85.229	1.823.040
- B. ARRENDAMIENTO FINANCIERO	137.840	45.000	35.036	-	114.000	-	61.000	-	94.625	50.000	158.342	354.640
- B. ESTRUCTURADOS	-	-	20.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- B. HIPOTECARIOS	-	-	25.000	-	15.000	-	-	-	15.000	-	-	-
- B. SUBORDINADOS	45.000	-	-	-	-	-	-	-	40.000	160.000	50.000	235.000
- B. DE TITULIZACIÓN	91.400	-	142.935	52.200	241.000	80.000	50.000	210.000	40.000	231.000	-	95.000
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	205.500	345.000	108.760	115.000	162.589	449.805	134.503	131.665	200.389	201.180	77.660	209.140
D. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO NEGOCIABLES	-	441.700	3.000	604.870	-	439.009	13.000	273.017	5.000	365.000	-	245.000
COLOCACIONES DE OFERTA PÚBLICA	875.587	2.001.635	765.282	1.643.230	828.687	2.127.109	736.503	2.707.712	600.983	3.318.016	371.231	2.961.820

Fuente : CONASEV - Gerencia de Investigación y Desarrollo.

Con relación al mercado primario de valores, se puede apreciar que en los últimos años se ha observado un importante uso del mercado de valores por el sector privado, aunque sin llegar aún a los niveles alcanzados por los principales mercados de la región.

Tal como se observa en el cuadro N° 01, la colocación anual de las ofertas públicas primarias tuvo un crecimiento durante el período 2004-2007. En el año 2004 el monto total colocado fue de US\$ 1248 millones de dólares y el año 2007 US\$ 1670 millones.

Durante el 2002 las 61 emisiones de OPP inscritas acumularon un monto equivalente a US\$ 1 217.8 millones, 89.1% del total del año 2001. En el mismo lapso el monto colocado alcanzó los US\$ 828 millones.

En el año 2003 las emisiones de oferta pública primaria inscritas en el RPMV, sumaron US\$ 1 736.0 millones, lo que representó un incremento de 42.8% respecto al año 2002; el monto colocado alcanzó en el mismo período los US\$ 1 451 millones, que representó un incremento de 75.3% con relación al año anterior.

Durante el 2004 las emisiones de oferta pública primaria inscritas en el RPMV, sumaron US\$ 2 059.5 millones, lo que representó el 118.6% del total del año 2003.

¹²³ Pese a que la emisión de acciones permite obtener una mejor posición financiera y no tienen fecha fija de vencimiento, las empresas son reacias a recurrir a esta alternativa de financiamiento, sobre todo porque emitir acciones extiende los derechos de voto o control. Tal situación explica la resistencia de los propietarios hacia la colocación de acciones en el mercado, debido al temor de la probable pérdida de control.

2003; el monto colocado alcanzó en el mismo período los US\$ 1 248 millones, 85.9% del total del año 2003.

A diciembre del año 2005 el monto colocado alcanzó los US\$ 1 474 millones de dólares.

Durante el año 2006 el monto colocado alcanzó los US\$ 1 565 millones y durante el año 2007 el monto colocado alcanzó los US\$ 1 670 millones de dólares.

3.2.2 OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE VALORES (OPPV) Y PRODUCTO BRUTO INTERNO (PBI)

La importancia relativa del mercado de valores como alternativa de financiamiento en el Perú, medida a través de la relación entre la Oferta Pública Primaria de Valores (OPPV) y el Producto Bruto Interno (PBI)¹²⁴, se puede apreciar en el cuadro siguiente:

Cuadro N° 02: Ofertas públicas primarias de valores y Producto Bruto Interno 2003- 2008
(Epresado en soles)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
OPPV	4,628,396	3,939,077	4,613,170	4,917,221	5,120,963	4,075,513
PBI	132,545,000	139,141,000	148,640,000	160,145,000	174,329,000	191,479,000

Fuente : Banco Central de Reserva del Perú – Memoria Anual 2008
CONASEV – Memoria Anual 2008

En este cuadro se puede observar que las ofertas públicas primarias de valores crecieron de S/. 3,939,077 del año 2004 a S/. 5,120,963 en el año 2007; en el año 2008 hay una caída del 20%. Mientras que el PBI de nuestro país muestra un aumento constante para el mismo período. La caída de las ofertas públicas primarias de valores es explicada por la crisis mundial (crisis hipotecaria) que se inicia en el año 2007.

3.2.2.1 CRISIS HIPOTECARIA

Denominada también crisis inmobiliaria. El inicio de esta crisis data de mediados de 2007, con los primeros síntomas de los problemas originados por las

¹²⁴ El Producto Bruto Interno (PBI) representa el valor total a precios de mercado de los bienes y servicios finales producidos dentro de un país, tanto por residentes nacionales como extranjeros, en una unidad de tiempo, generalmente un año. Mide el ingreso de los factores de la producción dentro de las fronteras de la nación, sin importar quien percibe el ingreso. Para sumar los rubros es necesario, expresarlos en una unidad de medida común que por lo regular es una unidad monetaria.

Los bienes finales son aquellos que son comprados durante el año por sus usuarios últimos y que no se utilizan como factores intermedios. Significa simplemente que no se contabiliza el valor de las materias primas y los bienes intermedios (semi-terminados) que se utilizan como insumos para la producción de otros bienes.

En síntesis, el PBI a precios de mercado es igual a la suma de los valores monetarios del consumo (C), la inversión bruta (IB), las compras de bienes y servicios del gobierno (G) y las exportaciones netas de un país (XN) durante un año determinado, es decir, $PBI = C + IB + G + XN$.

hipotecas subprime¹²⁵; crisis ésta que se extendió por los mercados financieros, principalmente, a partir del jueves 9 de agosto de 2007¹²⁶.

Según Paul Krugman, la vivienda es un asunto más importante que la bolsa de valores, especialmente para las familias de clase media, cuyas casas son generalmente su activo principal. El boom en los precios de la vivienda no fue parejo: en la zona central de los EEUU, donde la tierra es abundante, los precios de la vivienda nunca subieron mucho más que la inflación en general, pero en áreas costeras, especialmente en Florida y el sur de California, los precios subieron considerablemente.

En los primeros años de esta década las tasas de interés estaban bajas lo cual hacía atractivo para comprar casas. Los estadounidenses hace mucho tienen el hábito de comprar casas con dinero prestado. Hasta cierto punto esto fue impulsado por la exuberancia individual de las familias que vieron que los precios de las casas crecían cada vez más y decidieron meterse en el mercado y no preocuparse de cómo hacer los pagos. A los prestatarios se les otorgaron préstamos que requerían una cuota inicial pequeña o ninguna, y con cuotas mensuales que estaban por encima de su capacidad de pago. Muchos de estos préstamos dudosos, aunque no todos, iban con el nombre de “subprime”.

Los prestamistas relajaron sus estándares porque llegaron a creer en los precios más altos de la vivienda. En ese sentido, si las cuotas son muy elevadas, el comprador puede tomar un préstamo respaldado con el valor de su casa para conseguir efectivo, o simplemente vende la casa y paga la hipoteca. Además los prestamistas no se preocuparon por la calidad de sus préstamos porque no se quedaron con ellos. En vez de eso los vendieron a inversionistas que no entendían lo que estaban comprando.

El gran boom de la vivienda en EEUU comenzó a desinflarse en el otoño de 2005. A medida que los precios subían hasta el punto en que comprar una casa quedó fuera del alcance de muchos estadounidenses, incluso sin cuota inicial o préstamos con tasas ficticias, las ventas comenzaron a aflojar. Las casas no son como las acciones, con un solo precio de mercado que cambia de un minuto al otro.

¹²⁵ Las hipotecas subprime se refieren en EEUU, a las hipotecas de alto riesgo, eran un tipo especial de hipoteca, utilizado preferentemente para la adquisición de vivienda, y orientada a clientes con escasa solvencia, y por tanto, con un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos. Otra característica de estas hipotecas era su tasa de interés, la cual era más elevada que los préstamos personales, pese a que los primeros años ofrecían una tasa de interés promocional. Sin embargo, los bancos norteamericanos tenían un límite para la concesión de este tipo de préstamos, debido a las restricciones impuestas por la Reserva Federal.

¹²⁶ Joseph Stiglitz sostiene que la crisis financiera asiática de 1997, la crisis financiera global que tuvo lugar al año siguiente, junto con las crisis de Rusia y Brasil, dejaron en claro que algo iba mal. Estaba claro, que existían errores sistémicos. Cuando en una carretera hay una curva y un solo coche tiene un accidente, puede echarse la culpa al conductor. Pero cuando un día tras otro ocurre un accidente en el mismo sitio, cabe sospechar que pasa algo con la carretera. Como líder del mundo libre, le correspondía a EEUU hacer algo. Comenzaron discusiones globales, bajo el título de “reformular la arquitectura financiera global”. El debate, mantenido en gran medida entre las mismas partes, los mismos ministros de Hacienda y presidentes de bancos centrales que tan estrepitosamente habían fracasado al intentar resolver las crisis, representó poco más que una discusión para cambiar la forma de la mesa y volver a colocar las sillas. Si las guerras, según la célebre frase de Cimon de Clumeau, son demasiado importantes para dejarlas en manos de los generales, el desarrollo económico y la estabilidad económica global son demasiado importantes para que estén en manos de los ministros de Hacienda y los presidentes de los bancos centrales de los países industrializados avanzados y las instituciones internacionales que están bajo su supervisión, es decir, el Banco Mundial y el FMI.

Cada casa es única y los vendedores saben esperar un tiempo antes de finalmente encontrar un comprador. Para la primavera del año 2006 la debilidad del mercado comenzaba a ser evidente. Los precios empezaron a caer, despacio en un principio, luego a una velocidad creciente. Para el segundo trimestre de 2007, de acuerdo con el índice de precios de vivienda CASE-SHILLER, los precios estaban sólo 3% por debajo de su pico un año anterior. En el año siguiente cayeron más del 15%.

Tan pronto los precios de las casas comenzaron a caer en vez de subir y las casas se hicieron difíciles de vender, el número de morosos comenzó a crecer. En ese momento la verdad se hizo evidente: la ejecución hipotecaria no sólo es una tragedia para el dueño de la vivienda, es un pésimo negocio para los prestamistas. Entre el tiempo que toma volver a colocar una casa ejecutada en el mercado, los gastos legales, el deterioro que suele ocurrir en una casa vacía, etc., los prestamistas que confiscan una casa de un prestatario generalmente sólo reciben una parte del valor original del préstamo.

A fines del año 2007, los mercados de valores estadounidenses comenzaron una precipitada caída, que se acentuó considerablemente a inicios del año 2008. Además, se presentó una confluencia de otros hechos nocivos para la economía norteamericana, como el incremento de los precios del petróleo, el aumento de la inflación, el estancamiento del crédito, entre otros. Al respecto, muchos opinaron que la exageración del pesimismo global sobre el futuro económico de los Estados Unidos - como rumores de que la NYSE sucumbía financieramente - fue lo que precipitó la abrupta caída del banco de inversión Bear Stearns, que previamente no mostraba signos de debilidad. Sin embargo, en marzo de 2008, en cuestión de días fue liquidado en el mercado abierto y posteriormente, en un acto sin precedentes, la Reserva Federal maniobró un rescate de la referida entidad, la cual terminó siendo vendida a precio de saldo a JP Morgan Chase.

Inmediatamente, el impacto de las hipotecas se extendió más allá del ámbito estadounidense. En ese sentido, se presentaron pérdidas de los bancos de inversión en todo el mundo. Por otro lado, las empresas se negaron a comprar bonos por valor de miles de millones de dólares, por las propias condiciones del mercado. Sin embargo, la Reserva Federal de los EEUU así como el Banco Central Europeo trataron de reforzar los mercados, inyectando liquidez a los bancos (préstamos en condiciones más favorables). Otro hecho fue que las tasas de interés también fueron recortadas, en un esfuerzo por incentivar a los préstamos. Pese a estas medidas adoptadas en el corto plazo, no resolvieron la crisis de liquidez por la que atravesaban los bancos, ya que los bancos continuaban desconfiados; por tal razón se negaron a otorgar préstamos entre ellos mismos. Por lo tanto, los mercados crediticios se volvieron inmóviles, porque los bancos fueron reacios a prestarse dinero entre ellos, al no saber cuantos préstamos riesgosos podrían tener sus competidores. Estos factores, como la falta de crédito a los bancos, empresas y particulares acarrió la amenaza de recesión, la pérdida de empleos, quiebras y consiguientemente, un aumento del costo de vida.

En ese sentido, los mercados bursátiles estadounidenses se caracterizaron por una extrema debilidad, entrando oficialmente en caídas superiores al 20% en el mes de junio, lo cual se consideró un mercado en retroceso extendido ('bear market'). Esto volvió a ser motivado por malas noticias en el sector financiero, con las primeras declaraciones de bancarrota, incluyendo la caída del banco IndyMac, la segunda quiebra más grande en términos de dólares en la historia del país, con el

riesgo latente que otros bancos regionales también pudiesen terminar igual por la crisis.

La crisis se agravó para la economía norteamericana cuando las dos sociedades hipotecarias más grandes de dicho país, Freddie Mac y Fannie Mae, que reúnen la mitad del mercado de hipotecas sobre viviendas, comenzaron a ver sus acciones atacadas por los especuladores bajistas, a tal punto que a principios de julio, el gobierno de Estados Unidos y la Reserva Federal nuevamente tuvieron que anunciar un rescate para esas entidades financieras. Tal decisión creó consternación en varios sectores liberales, que adujeron que dichos rescates solo empeorarían en el largo plazo las prácticas éticas de los inversionistas, fomentando con dinero público la temeridad. Durante ese periodo, la FED, así como otros bancos centrales, continuaron inyectando liquidez al mercado, por valor de cientos de miles de millones de dólares, euros o libras esterlinas.

Es así que el 15 de setiembre, el banco de inversión Lehman Brothers solicitó protección crediticia ante la ley, declarándose oficialmente en bancarrota. Mientras tanto, el banco de inversión Merrill Lynch fue adquirido por Bank of America, a mitad de su valor real. Por tal razón, los candidatos presidenciales de EEUU de los dos principales partidos y la prensa comenzaron a catalogar la situación de la economía estadounidense como pánico financiero, crisis económica en el país, inclusive de colapso.

Debido a los hechos presentados en la economía norteamericana, las economías de todo el mundo se vieron afectadas por la carencia de crédito. Por tal motivo, algunos gobiernos nacionalizaron los bancos, como en Islandia y Francia. Es así que los bancos centrales de EE. UU., Canadá y algunas partes de Europa hicieron la coordinación sin precedentes de un recorte de un medio punto porcentual sobre las tasas de interés en un esfuerzo para aliviar la crisis.

Esto ocasionó que las acciones subieran y bajaran en sus cotizaciones debido a las noticias de los fracasos, las adquisiciones y rescates. En parte, esto reflejaba la desconfianza de los inversores en el sistema bancario. Si bien las acciones bancarias han sido golpeadas por deudas dudosas, los minoristas se vieron afectados ya que la confianza de los consumidores se había desvanecido por la caída de los precios de la vivienda.

Otro hecho fundamental, fue que el dólar estadounidense sufrió un proceso constante de depreciación y el déficit comercial continuó batiendo récords. La ventaja exportadora por un dólar débil fue completamente anulada en el intercambio comercial por el alza de los precios del petróleo, del cual EEUU importa el 50%. Asimismo, millones de familias comenzaron a perder sus hogares, e instituciones como General Motors, Ford, Chrysler y muchas aerolíneas empezaron a tener serias dificultades. Los índices de confianza del consumidor se situaron en los niveles históricos más bajos (algunos datan de los años 50), y se produjo un alza del desempleo en Estados Unidos y otros países desarrollados.

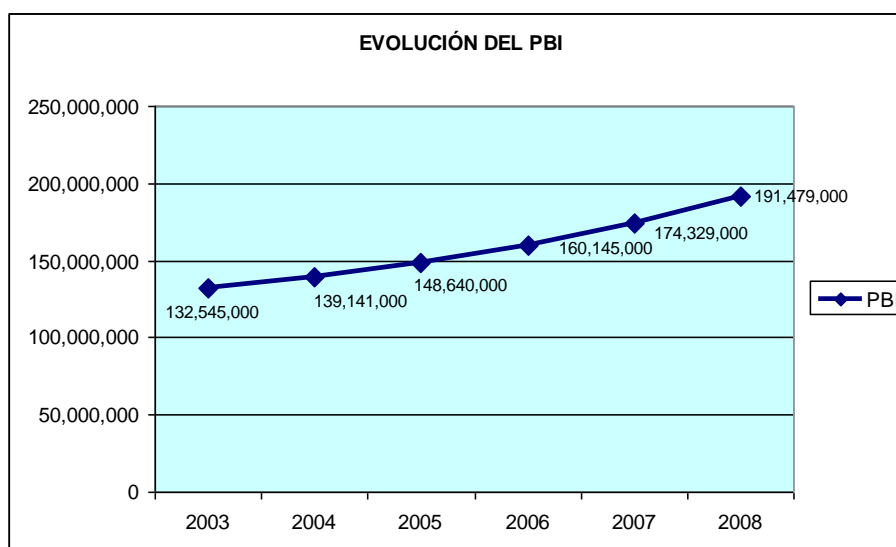
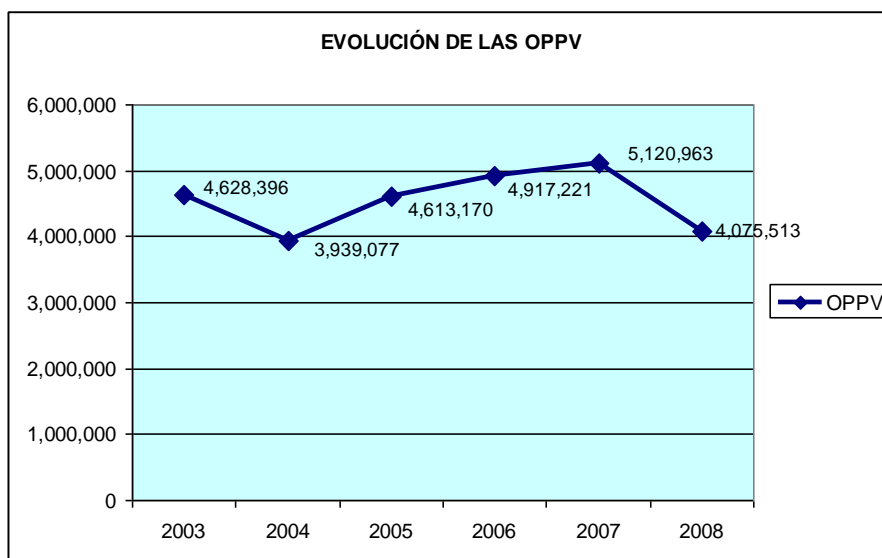
Para marzo del año 2009, los mercados bursátiles y de bonos repuntaron un poco. Además, se alivió la presión sobre algunas empresas financieras de EE. UU. El FMI reportó que los sistemas financieros de Europa, Estados Unidos y Japón registraron entre 2007 y 2010 \$4,1 billones en pérdidas- hasta dicha fecha el sector bancario había perdido \$1 billón-. Para volver a los niveles de capitalización anteriores, los bancos necesitarán recaudar \$875.000 millones en 2009. Inclusive, el FMI propuso nacionalizar los bancos si fuera necesario. La acumulación de activos

en problemas impide una recuperación económica: las pérdidas de crédito se proyectan mayores que las de EE. UU. Los bancos necesitarán más dinero fresco para sanear sus balances, según el FMI.

Sobre las medidas adoptadas, es necesario precisar que las autoridades económicas, desde el inicio de la crisis, han optado por diferentes soluciones como: la inyección de liquidez desde los bancos centrales, la intervención y la nacionalización de bancos, la ampliación de la garantía de los depósitos, la creación de fondos millonarios para la compra de activos dañados o la garantía de la deuda bancaria. Estas medidas se implementaron con la finalidad de mantener la solvencia de las entidades financieras, reestablecer la confianza entre entidades financieras, calmar las turbulencias bursátiles y tranquilizar a los depositantes de ahorros.

3.2.2.2 EVOLUCIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS Y PRODUCTO BRUTO INTERNO

A continuación se representa gráficamente la evolución tanto de las Ofertas Públicas Primarias de Valores (OPP) y el Producto Bruto Interno (PBI):

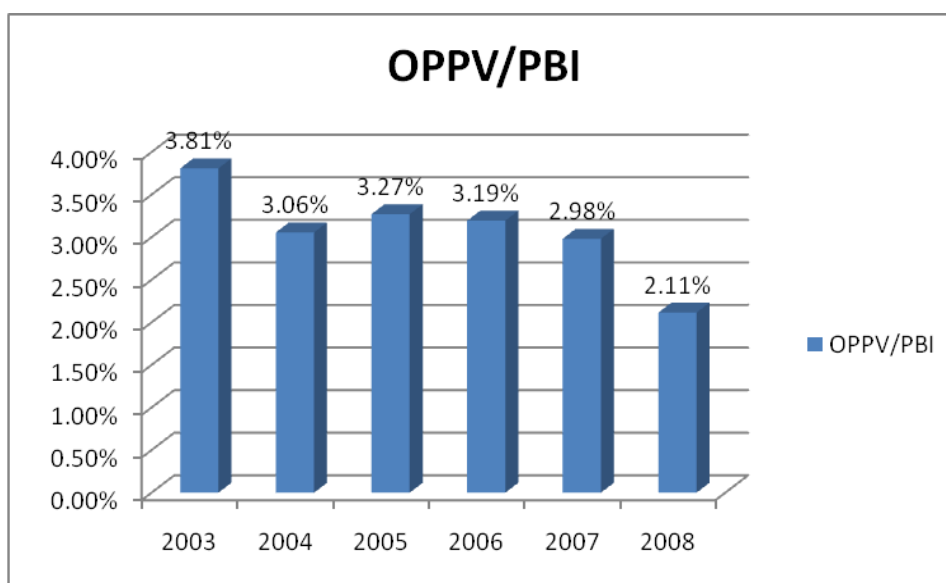


Cuadro N° 03: Ofertas Públicas Primarias de Valores vs. Producto Bruto Interno 2003- 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
OPPV	4,628,396	3,939,077	4,613,170	4,917,221	5,120,963	4,075,513
PBI	132,545,000	139,141,000	148,640,000	160,145,000	174,329,000	191,479,000
OPPV/PBI	3,81%	3,06%	3,27%	3,19%	2,98%	2,11%

Fuente : Banco Central de Reserva del Perú – Memoria Anual 2008
CONASEV – Memoria Anual 2008

La siguiente gráfica es muy importante, ya que contrariamente al dinamismo mostrado en la gráfica anterior sobre la evolución de las colocaciones en el mercado primario de valores, en ésta se puede notar que a lo largo del período 2003-2008 la relación OPPV/PBI ha ido disminuyendo de 3.81% del año 2003 a 2.11% para el año 2008. Esto significa que la importancia relativa de las ofertas públicas primarias con relación al PBI ha sufrido una caída del 50% aproximadamente, en otras palabras durante el período de análisis, el crecimiento de las ofertas públicas primarias ha sido menor al incremento del PBI. Por lo tanto, resulta evidente que hay un deterioro de este indicador.



3.3 INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO PÚBLICO DE UN VALOR OBJETO DE OFERTA PÚBLICA PRIMARIA

Solo es permitido realizar ofertas públicas de ventas con valores previamente inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), donde se exige al emisor proporcionar información sobre el proyecto de la emisión, las características de los valores, derechos y obligaciones otorgados a los titulares, manifestarse sobre los factores riesgosos para las expectativas de los inversionistas, estados

financieros auditados, garantías de la emisión, procedimiento a seguir para la colocación de los valores, entre otros¹²⁷.

3.3.1 INSCRIPCIÓN OBLIGATORIA Y FACULTATIVA

La inscripción puede ser¹²⁸:

- a) **Obligatoria**.- es obligatoria la inscripción de los valores de oferta pública y los programas de emisión de valores, sin que para ello se requiera autorización administrativa previa y sin que proceda el examen de la situación económico-financiera del emisor.
- b) **Facultativa**.- es facultativa la inscripción de los valores que no han de ser objeto de oferta pública, en cuyo caso el emisor se somete a todas las obligaciones que emanan de la LMV¹²⁹.

El artículo 18 de la LMV, establece que la inscripción de un valor o de un programa de emisión de valores en el RPMV se debe presentar a CONASEV con los documentos donde conste sus características, las del emisor y en su caso, los derechos y obligaciones de sus titulares.

Con excepción de lo estipulado en el artículo 23 de la LMV, referido a la inscripción parcial, la inscripción de un determinado valor de la empresa emisora acarrea automáticamente la de todos los valores de la misma clase que haya emitido.

La inscripción del valor o del programa de emisión, sólo está supeditada al cumplimiento de los requisitos señalados en el artículo 18, sin que proceda el examen de la situación económico-financiera del emisor.

¹²⁷ La Oferta Pública Primaria de Valores mobiliarios requiere necesariamente de la inscripción del valor y registro del prospecto informativo en el RPMV. La inscripción y registro, permitirá a los inversionistas adoptar decisiones libres e informadas, en tanto generará la obligación de brindar a CONASEV, continua y periódicamente, información sobre el valor inscrito.

¹²⁸ El artículo 17 de la LMV establece que en el Registro se inscriben obligatoriamente los valores de oferta pública y los programas de emisión de valores, sin que para ello se requiera autorización administrativa previa. Es facultativa la inscripción de los valores que no han de ser objeto de oferta pública, en cuyo caso el emisor se somete a todas las obligaciones que emanan de la presente ley.

¹²⁹ La LMV se refiere a ciertos casos de inscripción facultativa como: 1) la inscripción parcial de las acciones de capital, en el caso que lo soliciten cuando menos el 25% del capital social del emisor, limitándose la inscripción a dichas acciones (art. 23); 2) valores representativos de deuda (art. 24); 3) cuando medie acuerdo de la junta general de accionistas u órgano equivalente, o cuando ello se efectúe según los términos establecidos en el contrato de emisión o instrumento legal equivalente (art. 26).

3.3.2 PLAZO PARA LA INSCRIPCIÓN

El artículo 20 de la LMV, dispone un plazo de 30 días para que CONASEV inscriba en el RPMV un valor o programa de emisión contados a partir de la fecha de presentación de la solicitud. Dicho plazo podrá ampliarse en tantos días como demore la empresa emisora levantar las observaciones que, por una sola vez le formule CONASEV.

Una vez que el emisor levanta las observaciones referidas en el párrafo anterior y aún cuando no hubiese cumplido el plazo indicado, CONASEV dispone de 5 días para efectuar la inscripción.

El artículo 21 de la LMV establece un plazo especial tratándose de emisores que hayan emitido por oferta pública valores de la misma clase durante los últimos 12 meses y siempre que en dicho período no hayan sido sancionados por CONASEV por falta grave o muy grave, el plazo al que se refiere el primer párrafo del artículo anterior no excederá de 07 días.

Es importante señalar que de acuerdo con el artículo 22 de la LMV, la inscripción de un valor en el RPMV no implica la certificación sobre su bondad, la solvencia del emisor, ni sobre los riesgos del valor o de la oferta. En consecuencia, CONASEV no está autorizada para analizar los valores materia de oferta pública, ni opinar sobre la misma, su labor se limita en este aspecto, únicamente a observar el cumplimiento de las normas sobre inscripción en el RPMV y la divulgación de hechos de importancia.

3.3.3 INFORMACIÓN QUE DEBEN PRESENTAR LAS EMPRESAS INSCRITAS EN EL RPMV

La información que deben presentar las empresas inscritas en el RPMV comprende aspectos de carácter financiero, hechos de importancia, transferencias efectuadas, sustracción, destrucción, extravío y afectación de los títulos.

El artículo 28 de la LMV establece que el registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a CONASEV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna. La información debe ser proporcionada a dichas instituciones y divulgada tan pronto como el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo, según sea el caso.

La importancia de un hecho se mide por la influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor.

Con relación a lo que se considera como **Hecho de Importancia** la Resolución CONASEV N° 107-2002-EF/94.10, menciona en su artículo 4 cuando los mismos se constituyen siendo estos:

- a) Los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que forman su grupo económico.
- b) La información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de valores inscritos en el RPMV.
- c) En general la información necesaria para que los inversionistas pueden formar su opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como los valores emitidos.

Estos hechos comprenden aspectos que dependen de la misma sociedad y que están referidos a los acuerdos que adoptan sus órganos competentes relacionados con su gestión institucional y financiera, así como aquellos hechos externos a la sociedad y que no dependen de ella pero que inciden en su actividad institucional.

Por otro lado, el artículo 29 de la LMV establece que lo dispuesto en el artículo 28 no releva al emisor de la entrega oportuna a CONASEV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de la información que una u otra le requieran y, necesariamente, la que se indica a continuación:

- a) Sus estados e indicadores financieros, con la información mínima que de modo general señale CONASEV, con una publicidad no mayor al trimestre.
- b) Su memoria anual, con la información mínima que de modo general establezca CONASEV.

Estos documentos deberán estar a disposición de los tenedores de los valores en la sede social del emisor.

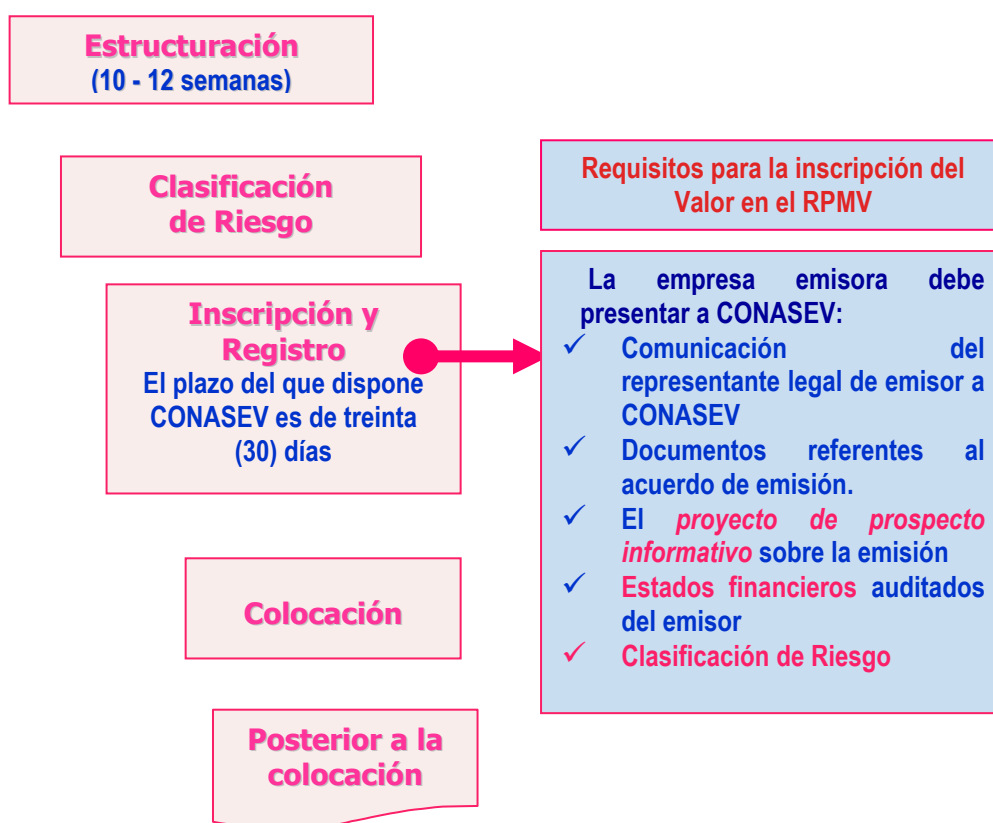
Finalmente, el segundo párrafo del artículo 30 establece que la información financiera auditada que por disposición legal o administrativa deba presentarse a CONASEV o, en su caso, a la bolsa o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, será dictaminada por sociedades auditoras que guarden independencia respecto de la persona jurídica o patrimonio auditado.

3.3.4 REQUISITOS PARA REALIZAR UNA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE VALORES

La realización de una oferta pública de venta de valores en Perú por parte de una empresa, debe cumplir determinados requisitos establecidos en los artículos 50, 54 y 56 de la LMV.

En ese sentido, el artículo 50 de la LMV establece que en las ofertas públicas de valores es obligatoria la intervención de un agente de intermediación, salvo en los casos contemplados en los artículo 63¹³⁰ y 127¹³¹ y en la colocación primaria de certificados de participación de los fondos mutuos y los fondos de inversión.

Para que una empresa emisora, realice una oferta pública primaria de valores debe cumplir con diversos requisitos, de acuerdo con el esquema siguiente:



Por su parte, el artículo 54 de la LMV establece que para la inscripción de un valor que será objeto de oferta pública primaria en el Registro Público

¹³⁰ El primer párrafo del artículo 63 de la LMV estipula que los emisores podrán colocar directamente los instrumentos de corto plazo que emitan mediante oferta pública.

¹³¹ El tercer párrafo del artículo 127 de la LMV considera que mediante Decreto Supremo refrendado por el Ministro de Economía y Finanzas, se podrá establecer los supuestos en los que las transacciones de valores realizadas por inversionistas institucionales no requieran del concurso de un agente de intermediación.

del Mercado de Valores (RPMV), el emisor deberá presentar a CONASEV lo siguiente¹³²:

- a. Comunicación del representante legal del emisor, con el contenido y formalidades que CONASEV establezca¹³³.
- b. Documentos referentes al acuerdo de emisión, donde consten las características de los valores a ser emitidos y los deberes y derechos de sus titulares¹³⁴.
- c. El proyecto de prospecto informativo sobre la emisión¹³⁵.
- d. Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita¹³⁶.
- e. Obtener la clasificación de riesgo cuando corresponda. Con la finalidad de disminuir en parte el riesgo que una OPP puede conllevar para los potenciales inversionistas, nuestra legislación ha incorporado la clasificación del riesgo, pero tan sólo con relación a la emisión de bonos¹³⁷. Ello consiste en que Empresas Clasificadoras de Riesgo tomen en cuenta diversos factores que podrían influir en la capacidad de pago de los intereses y devolución del capital, en los casos de obligaciones emitidas por sociedades.

¹³² Cabe resaltar que la Entidad Estructuradora será responsable, en todos los casos, de velar porque el emisor y/o la persona que corresponda, presente la información y documentación pertinente al momento de la inscripción de la OPP.

¹³³ Consiste en presentar una solicitud a CONASEV, con la finalidad de dar curso a la inscripción del valor, para lo cual el representante deberá tener suficientes poderes para ello, los cuales son generalmente delegados por el directorio o junta general de una sociedad al gerente de ésta. Con ello se busca que cualquier modificación o adecuación a los términos y condiciones de la OPP sea más expeditiva, pues en caso contrario tendría que pasar por la correspondiente sesión de directorio o de junta general según sea el caso.

¹³⁴ La ley se remite a aquellos en los que conste la voluntad societaria, es decir, el acta de junta general de accionistas o de directorio según sea el caso. La exigencia de presentación de estos documentos en los que conste la voluntad de la sociedad emisora resulta de vital importancia, toda vez que ellos permitirán a CONASEV comparar las características que la sociedad ha acordado con relación a aquellas características detalladas en el prospecto informativo que se ponga a disposición del público en general, previo registro del valor.

¹³⁵ El Prospecto Informativo contiene datos necesarios para que los inversionistas tomen sus decisiones de comprar o no el valor mobiliario. Contiene como mínimo: las características de los valores, las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto para el inversionista, los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversionistas, nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo, los estados financieros auditados del emisor, el detalle de las garantías de la emisión (cuando corresponda), el procedimiento a seguir para la colocación de los valores y la información complementaria que determine CONASEV.

¹³⁶ Los estados financieros son requeridos a fin de que se deje constancia en los registros de la comisión correspondiente, acerca de la situación económico-financiera de la empresa emisora, debiendo resaltar que en el prospecto informativo también se debe incluir. Véase Anexo N° 02: Estados financieros de empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

¹³⁷ En nuestro medio dicha clasificación es obligatoria solo en las emisiones de valores representativos de deuda, tales como bonos, instrumentos de corto plazo. En los demás casos, es facultativa.

En el RPMV se inscriben los valores, programas de emisión de valores, fondos mutuos, fondos de inversión y los participantes del mercado de valores que señalen la LMV¹³⁸.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 16 de la LMV, la información contenida en el Registro tiene un carácter público y por lo tanto, de libre acceso. Sin embargo, en algunos casos, puede tener carácter reservado, no pudiendo ser materia de difusión.

Corresponde a CONASEV llevar el Registro y determinar su organización y funcionamiento sobre la base de los principios de libre acceso a la información y de simplificación administrativa.

El artículo 56 establece que el prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas. Dentro de los contenidos mínimos se contempla en el inciso “d” el nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante¹³⁹.

Finalmente, el artículo 58 de la LMV establece que el correspondiente prospecto informativo debe estar a disposición del potencial suscriptor o adquiriente para su consulta en las oficinas del agente colocador o emisor, según corresponda, antes de la colocación o venta del valor y como condición previa para efectuarlas. En caso que el potencial suscriptor solicite un ejemplar del prospecto, el agente colocador o emisor, queda obligado a entregárselo, en cuyo caso podrá cobrarle un precio mayor al costo de impresión del mismo. Asimismo, el segundo párrafo del artículo 58 sostiene que el prospecto informativo deberá ser entregado a CONASEV antes del inicio de la colocación. Durante la vigencia de la colocación de la oferta pública, el emisor se encuentra obligado a mantener actualizado el prospecto informativo. Toda modificación del prospecto informativo que se efectúe será presentada a CONASEV previamente a su entrega a los inversionistas.

Sin perjuicio de lo anteriormente expresado, estos requisitos pueden ser clasificados en cuatro fases. En ese sentido, la empresa que realice una oferta pública primaria de bonos corporativos debe tener en cuenta los costos siguientes¹⁴⁰:

- Estructuración.
- Derechos Notariales.

¹³⁸ El Reglamento del RPMV está contenido en la Resolución CONASEV N° 079-97-EF/94.10.0. En el artículo 10 de este reglamento, se establece las normas generales para la inscripción en el Registro, el que se realiza por una Resolución CONASEV o Resolución de Gerencia General de inscripción o autorización de funcionamiento, según sea el caso, así como directamente por el registrador en los casos de inscripción automáticas.

¹³⁹ El artículo 60 de la LMV establece que son solidariamente responsables con el emisor, frente a los inversionistas, las personas a que se refiere el inciso “d” del artículo 56 por la inexactitudes u omisiones del prospecto respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional.

¹⁴⁰ En el capítulo 5 se analiza la estructura de costos de una oferta pública primaria de bonos corporativos.

- Asesoría legal.
- Elaboración del prospecto marco y contrato de emisión.
- Roadshow.
- Clasificación de riesgo.
- Registro de inscripción (CONASEV).
- Inscripción CAVALI.
- Inscripción BVL.
- Actualización Registros Públicos Contrato de Emisión.
- Actualización e impresión Prospecto Marco.
- Publicación Diario Oficial El Peruano y diario de mayor circulación.
- Contrato de colocación:
 - Underwriting en firme.
 - Underwriting de Mejores Esfuerzos - Best Effort.
- Comisión al Representante de los Obligacionistas.
- Derechos de CAVALI.
- Derechos de cotización BVL.
- Derechos de cotización CONASEV.

3.4 OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

La oferta pública primaria de bonos, es la oferta primaria de mayor relevancia en nuestro medio y el crecimiento continuo de los montos colocados en el mercado primario de valores la han convertido en una importante alternativa de financiamiento en nuestro país¹⁴¹.

Las empresas cuando se enfrentan a definir cuál es el procedimiento idóneo para cubrir sus necesidades financieras, deben escoger entre las siguientes alternativas:

- a) Recurrir a los préstamos y/o créditos bancarios.
- b) Negociar acciones que se mantenían en cartera.
- c) Aumentar el capital social, vía capitalización.
- d) Aumentar el capital recurriendo a nuevos aportes
- e) Emisión de instrumentos de corto plazo.
- f) Emisión de bonos.

¹⁴¹ Véase el acápite: 3.2.1 *Colocación anual de ofertas públicas primarias en el Perú.*

3.4.1 BONOS

3.4.1.1 DEFINICIÓN

Los bonos son también conocidos como obligaciones. Francisco Mochón y Rafael Isidro sostienen que los bonos¹⁴² son instrumentos financieros de renta fija, emitidos a largo plazo por una empresa, gobierno u organismo público, con un determinado tipo de interés y fecha prevista de pago de los intereses y reembolso del principal¹⁴³.

Una obligación es un valor mobiliario que representa cada una de las partes alícuotas en que se divide una deuda, en forma de empréstito, contraída por una sociedad mercantil o por cualquier otra institución, privada o pública, con facultades para ello. Mientras que la acción le confiere a su titular la condición de socio, la obligación le otorga la de acreedor¹⁴⁴.

Por su parte, James Van Horne y John Jr. Wachowicz¹⁴⁵, en su obra "Fundamentos de Administración Financiera" afirman que un bono es un valor que, período tras período, paga una cantidad establecida de interés al inversionista, hasta que en algún momento es retirado por la empresa emisora.

Para Enrique Elías son tres los caracteres esenciales de las obligaciones¹⁴⁶:

- i. Cada obligación representa una parte alicuanta (o sea no necesariamente alícuota) de un crédito.
- ii. Su naturaleza de valor mobiliario, no siempre representado por un título.
- iii. Es un valor que confiere al titular un conjunto de derechos y obligaciones especiales que le otorgan un status de obligacionista.

La emisión de bonos no tiene como fin cubrir necesidades financieras de corto plazo, las cuales debe resolverse mediante créditos bancarios a corto plazo. La emisión de bonos cubre necesidades financieras de mediano y largo plazo y el destino de los fondos captados es para nuevos proyectos de inversión (adquisición de nuevos activos) o la reestructuración de deudas a largo plazo. Este último aspecto, marca la diferencia con los instrumentos de corto plazo, los cuales se orientan a cubrir necesidades financieras de corto plazo.

El artículo 86 del Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores, define a los bonos como la oferta pública de valores representativos de deuda a

¹⁴² MOCHÓN MORCILLO Francisco - ISIDRO APARICIO Rafael, Obra citada, España 1995.

¹⁴³ El artículo 263.1 de la Ley de Títulos Valores, estipula que los valores representativos de obligaciones incorporan una parte alícuota o alicuanta de un crédito colectivo concedido a favor del emisor, quien mediante su emisión y colocación reconoce deudas a favor de sus tenedores. El artículo 263.2 establece que cada emisión puede ser realizada en una o varias series, numeradas. Además, precisa que los valores que representan las obligaciones pueden ser sólo nominativos o al portador. A su vez, el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, define a los bonos como la oferta pública de valores representativos de deuda a plazo mayor a un año.

¹⁴⁴ SUÁREZ SUÁREZ Andrés S., Diccionario de Economía y Administración; Editorial McGraw-Hill, 383 páginas, España 1992.

¹⁴⁵ VAN HORNE James - WACHOWICZ John Jr., Fundamentos de Administración Financiera; Octava edición, Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 860 páginas, México 1 994, página 81.

¹⁴⁶ ELÍAS Enrique, Derecho Societario Peruano; Editora Normas Legales S.A.C., 1019 páginas, Trujillo 1999, página 647.

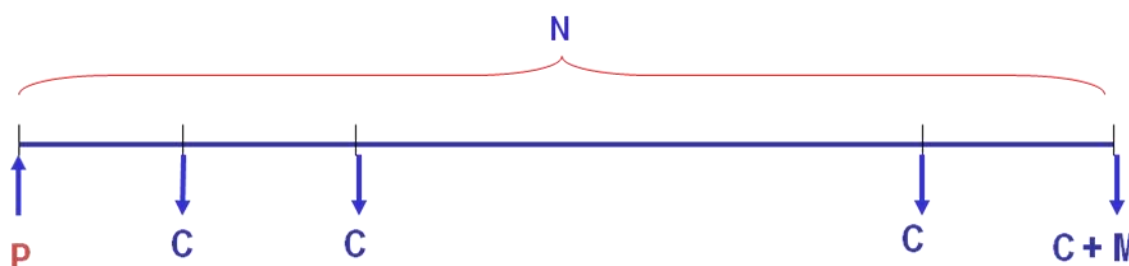
plazo mayor a un año. Por su parte, la Ley de Títulos Valores los incluye dentro de los denominados valores mobiliarios¹⁴⁷.

En ese sentido, un bono representa una obligación para el emisor¹⁴⁸, quien se compromete a pagar una cierta cantidad en unidades monetarias (cupones) o un porcentaje del valor (tasa cupón) al tenedor del bono (inversionista), en forma periódica durante el plazo de la emisión o en una parte hasta el vencimiento del bono. En este caso se incluye la redención del principal.

Cada país tiene leyes que regulan las relaciones entre las entidades emisoras y los tenedores de bonos. Los bonos generalmente son al portador y transferidos libremente¹⁴⁹.

3.4.1.2 CARACTERÍSTICAS DE UN BONO

- ❖ El *plazo de vencimiento* (N) es el tiempo durante el cual el emisor promete cumplir las condiciones de la obligación.
- ❖ El *vencimiento* se refiere al día en que la deuda dejará de existir y que el emisor amortizará el bono pagando la cantidad prestada (valor de vencimiento del bono: M) además de los intereses pactados (C).
- ❖ El *principal* (P) de un bono (denominado también valor a la par, valor de vencimiento, valor de rescate), es la cantidad que el emisor acuerda pagar al poseedor del bono a la fecha de vencimiento.
- ❖ La *tasa cupón* (c) es la tasa de interés que el emisor acuerda pagar en cada período establecido en el contrato. La tasa cupón, cuando es multiplicada por el principal del bono, proporciona la cantidad de unidades monetarias del cupón.
- ❖ El *cupón* (C) es la cantidad de intereses pagado a los poseedores durante el plazo del bono.



Donde:

N : plazo (período de redención) del bono

P : Principal o precio de venta

¹⁴⁷ Artículos 255 y 256 de la Ley de Títulos Valores. Ley N° 27287.

¹⁴⁸ En el ámbito jurídico, se entiende por obligación, a la relación jurídica entre dos sujetos acreedor y deudor por el cual, se constriñe al deudor a dar, hacer, no hacer algo; es decir, es la potestad del acreedor de exigir al deudor el cumplimiento de la obligación.

¹⁴⁹ El artículo 263.2 de la Ley de Títulos Valores establece que los valores que representan las obligaciones pueden ser sólo nominativos o al portador.

C : Intereses (cupones)

M : Valor nominal, a ser honrado por la empresa a su vencimiento

3.4.1.3 TIPOS DE BONOS

Existen diversos **tipos de bonos**, entre los cuales se pueden señalar los siguientes¹⁵⁰:

A. Bonos emitidos por el sector público

1. *Bonos del tesoro.* Emitidos por el tesoro público. Son instrumentos financieros públicos de mediano y largo plazo emitidos para financiar operaciones del Gobierno. Para financiar sus actividades, el sector público puede utilizar esencialmente tres medios:
 - a. Aplicación de tributos.
 - b. Creación de dinero, mediante un proceso de expansión monetaria.
 - c. Emisión de deuda pública.
2. *Bonos de capitalización del Banco Central de Reserva del Perú.* El gobierno central emite estos bonos para entregarlos en propiedad al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Esta institución se encarga de negociarlos en el mercado secundario utilizándolos como un instrumento de las operaciones de mercado abierto para regular la cantidad de dinero en la economía. Para colocarlos, el BCRP convoca a subastas y de acuerdo con la estrategia decidida, establece en cada oportunidad las características de la colocación incluyendo la tasa de interés, la opción de recompra y la posibilidad de acordar el derecho de conservar los intereses producidos hasta dicho momento en favor del banco o de la otra parte. Estos bonos son libremente negociables por sus titulares. Se encuentran autorizados a participar en las subastas, por cuenta propia o de terceros, las empresas bancarias, financieras y sociedades agentes de bolsa. Por cuenta propia sólo participan las administradoras privadas de fondos de pensiones, las empresas de seguros y el fondo de seguros de depósitos.
3. *Bonos de reconocimiento.* Emitidos por la Oficina de Normalización Previsional (ONP) a favor de aquellos trabajadores que pertenecían al sistema del Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS) que decidieron trasladarse al Sistema Privado de Pensiones (SPP), compensando de esta manera los aportes realizados bajo el anterior régimen. Son solicitados y recibidos por la empresa administradora de fondos de pensiones elegida por el trabajador.
4. *Bonos Brady.* Es la titulización de la deuda externa privada de un país en manos de sus acreedores. Estos bonos fueron creados como parte del plan de refinanciación de deuda que contemple el Plan Brady.

¹⁵⁰ NORIEGA NAIRN Fernando, Obra citada, páginas 93-103.

La reestructuración de deuda incluye la emisión de bonos por parte del país deudor con la finalidad de ser canjeados por la deuda existente con los acreedores, bancos comerciales y proveedores. Una vez canjeados los bonos por deuda se procede a cancelar la nueva deuda que impliquen los bonos bajo las condiciones que el bono especifique. Al estar garantizados por los bonos de Estados Unidos, tiene un riesgo aceptable y existe un mercado bastante líquido de compra-venta, habiendo incluso un índice que permite seguir la evolución de los precios. En este índice, el país más representado en dicha ponderación es México con 51 %, seguido por Venezuela con el 27% y Brasil con un 10%.

Los mecanismos ideados tenían por objetivo solucionar el problema de los atrasos de la deuda contraída con la banca privada internacional reestructurando dicha deuda y reprogramando su pago.

B. Bonos emitidos por el sector privado:

- 1) *Bonos corporativos.* Emitidos por las empresas para captar fondos que le permitan financiar sus operaciones y proyectos de inversión¹⁵¹.
- 2) *Bonos de arrendamiento financiero.* Son aquellos emitidos por empresas autorizadas a realizar operaciones de arrendamiento financiero (leasing), con la finalidad de captar fondos de los agentes superavitarios para financiar operaciones de esta índole. Tienen como límite los montos fijados para las operaciones pasivas de las entidades bancarias y financieras. Son emitidos a un plazo no menor a tres años pudiendo ser colocados bajo la par y ofrecer un rendimiento fijo o variable, incluyendo la posibilidad de participar en los resultados de la entidad emisora. En garantía de la emisión, se afectan los bienes objeto del arrendamiento financiero. Si es necesario, no hay impedimento para incorporar como garantía de la emisión cualquier activo de la entidad emisora, de terceros o una carta fianza otorgada por una entidad del sistema financiero.
- 3) *Bonos subordinados.* Sólo los bancos y las empresas financieras los emiten a plazos no menores de cinco años, sin opción a garantizarlos ni procede su pago antes del vencimiento ni su rescate por sorteo. En el caso, que la empresa emisora entre en liquidación, son redimidos luego de honrar las demás obligaciones a cargo del emisor. En el orden de prelación, los bonos subordinados, sólo anticipan a las acciones comunes y preferenciales.

En el mercado internacional existen los eurobonos, que son emisiones de bonos vendidas internacionalmente fuera del país en cuya moneda está denominado el bono. Son títulos de renta fija que se comercializan simultáneamente en varios países, en una misma moneda que no es necesariamente la de ellos y que se distribuye normalmente mediante un sindicato. Los eurobonos son vendidos generalmente en las sucursales

¹⁵¹ En el acápite 3.4.1.4 se analiza con mayor detalle los bonos corporativos.

londinenses de los más importantes bancos internacionales, que los revenden a inversionistas a nivel mundial. Sin embargo, el mercado de eurobonos no se circunscribe al ámbito estrictamente europeo, ya que las empresas, entidades públicas, gobiernos y organismos internacionales que acuden a este mercado como demandantes de fondos (ofreciendo eurobonos) no son únicamente las europeas. Son precisamente las empresas americanas o sus filiales las que han venido emitiendo los denominados eurobonos.

3.4.1.4 BONOS CORPORATIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO

Bonos que emiten las empresas con la finalidad de captar fondos de los inversionistas para financiar su activo fijo, reestructurar deudas o capital de trabajo. Resultan atractivos para las empresas porque no necesariamente están respaldados con garantías específicas a diferencia de los créditos bancarios donde generalmente se gravan activos fijos como garantía.

Los emisores de bonos corporativos tienen la posibilidad de diseñarlos de acuerdo con las características que se ajusten y convengan a sus propios requerimientos de financiamiento y en función a un estudio de demanda de este tipo de instrumentos.

3.4.1.4.1 CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS CORPORATIVOS

Las *características* de los bonos corporativos son:

- 1) Representan un incremento del pasivo no corriente.
- 2) Tienen un plazo de vencimiento definido.
- 3) Conllevan una garantía específica si el monto de la emisión es superior al patrimonio de las empresas.
- 4) Como retribución pagan al inversionista o tenedor de los bonos, intereses fijos de acuerdo con los vencimientos acordados.

3.4.1.4.2 CLASES DE BONOS CORPORATIVOS

Por otro lado, las *clases de bonos corporativos* son las siguientes:

1. *Bonos estructurados*. Son parte de los llamados instrumentos de inversión estructurados, los cuales representan deudas que ofrecen una renta variable a su tenedor. En estos instrumentos financieros el rendimiento se encuentra asociado a la evolución de un determinado activo subyacente, mediante el cual el emisor ofrece al inversionista la devolución del principal en términos nominales o indexados (si el inversionista no desea exponerse a pérdidas por efecto de la inflación o devaluación), más un rendimiento variable asociado a la evolución del precio de un determinado activo subyacente (acción o índice de acciones) multiplicado por un factor de participación o apalancamiento.

En ese sentido, la rentabilidad ofrecida por estos bonos se deriva de la rentabilidad futura de un portafolio de otros activos financieros.

Generalmente, el emisor garantiza pagar el valor nominal del bono al vencimiento (principal de la deuda) siendo variable únicamente su rentabilidad.

Los recursos obtenidos por el emisor no se encuentran colocados necesariamente en la cartera referencial, por lo general, estos son destinados a financiar las inversiones propias de su actividad.

2. *Bonos extendibles.* Tienen vencimiento definido pero pueden extenderse por un período adicional a opción del tenedor.
3. *Bonos retractables.* Cuyo vencimiento puede acortarse a opción del tenedor.
4. *Bonos con garantías específicas.*
5. *Bonos convertibles.* La emisión de bonos convertibles se caracteriza porque el poseedor o tenedor del bono tiene el derecho o la opción de intercambiar la obligación por una cantidad específica de acciones comunes. Cuando se produce la conversión de bonos por acciones se produce un aumento del capital social de la empresa mediante la emisión y suscripción de nuevas acciones y en contrapartida se reducen los pasivos de la empresa al ser redimidas las obligaciones por el mismo monto. A este tipo de operación, en forma general se le denomina capitalización de deudas, donde los acreedores dejan de serlo para convertirse en accionistas.
6. *Bonos sin garantías específicas.*
7. *Bonos cupón cero.* Bonos que no pagan cupones o intereses desde su emisión a su fecha de vencimiento, pero se venden con descuentos importantes sobre su valor nominal; proporcionan compensación a los inversionistas en la forma de plusvalía en el precio. Esto quiere decir que el inversionista recibe su compensación de la diferencia entre el precio de compra y el valor par del bono. Sólo pagan su valor nominal al vencimiento, es decir, el único flujo de efectivos o de fondos es su valor a la par (M). Siendo el valor del cupón "C" igual a cero, el precio de un bono cupón cero es igual a: $P = M / (1 + r)^N$.

Los bonos cupón cero presentan las siguientes ventajas: 1) permite a la empresa emisora reinvertir las utilidades generadas por la rentabilidad del proyecto financiado con los recursos captados mediante la colocación de los bonos, puesto que, no tiene que destinar los ingresos que obtenga durante el plazo de la emisión al pago periódico de los intereses; 2) la liquidación de intereses se calcula sobre la base del interés compuesto, aplicándose sobre los intereses devengados.

3.4.2 EVOLUCIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS Y PRODUCTO BRUTO INTERNO

Así como en el acápite anterior (3.2.2) se analizó la relación entre las ofertas públicas primarias de valores (OPPV) y el Producto Bruto Interno (PBI) para medir la importancia relativa del mercado primario de valores, en esta sección se presenta otro indicador para medir específicamente, la importancia relativa de las ofertas

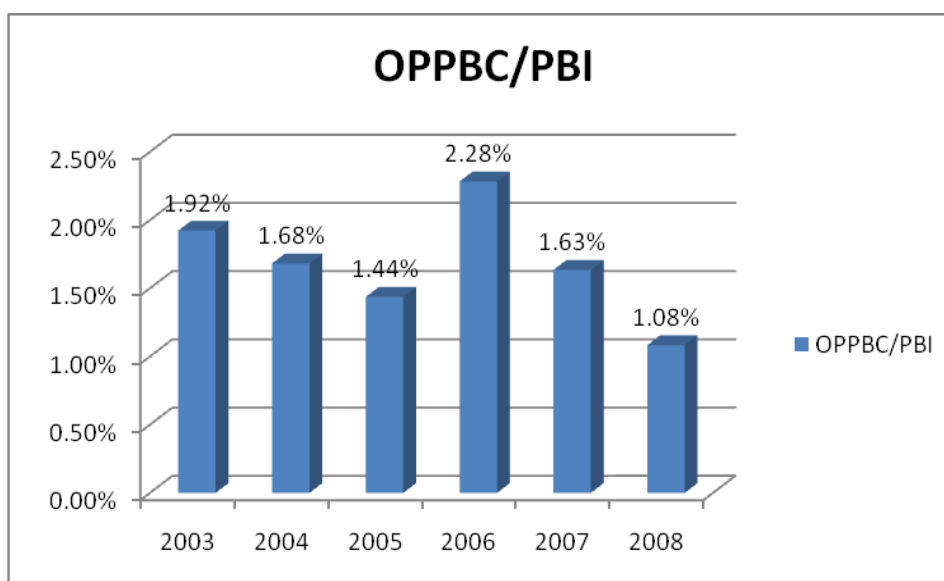
públicas primarias de bonos corporativos (OPPBC) con relación al Producto Bruto Interno (PBI). En ese sentido, en el cuadro siguiente se puede apreciar la evolución tanto de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos como del Producto Bruto Interno de nuestro país durante los años 2003-2008.

Cuadro N° 04: Ofertas públicas primarias de bonos corporativos vs. Producto Bruto Interno 2003- 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
OPPBC	2.357.476.000	2.162.814.469	2.046.589.000	3.527.030.000	2.823.736.000	2.078.727.000
PBI	132.545.000.000	139.141.000.000	148.640.000.000	160.145.000.000	174.329.000.000	191.479.000.000
OPPBC/PBI	1,92%	1,68%	1,44%	2,28%	1,63%	1,08%

Fuente : Banco Central de Reserva del Perú – Memoria Anual 2008
CONASEV – Memoria Anual 2008

En la gráfica de barras siguiente, se puede observar que en el año 2006 las ofertas públicas primarias de bonos corporativos (OPPBC) representaron el 2.28% del Producto Bruto Interno (PBI), sin embargo para el año 2008 este indicador experimentó una caída considerable, situándose en 1.08%, lo cual demuestra la limitada utilización de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos como alternativa de financiamiento empresarial en el Perú.



3.4.2.1 LA DINÁMICA INTERNACIONAL EN LA UTILIZACIÓN DE LOS BONOS CORPORATIVOS

En general, el desarrollo de los mercados de bonos y el incremento de la capacidad de los prestatarios de los sectores público y privado para emitir valores a largo plazo denominados en moneda nacional figuran en la cima de la agenda política de varias economías emergentes.

Las crisis que estallaron en México en 1995, en Argentina en 2001 y en varios países de Asia del Este en 1997 y 1998 demostraron el peligro de las perturbaciones en la oferta de crédito bancario cuando el desarrollo de otras fuentes de financiamiento resulta insuficiente.

El corto plazo de los préstamos bancarios, que obedece a la tendencia de los bancos a financiarse a sí mismos con deuda exigible, determinó que aunque las instituciones financieras continuaran operando, los prestatarios que no pudieran refinanciar sus obligaciones corrían el riesgo de experimentar una compresión del crédito.

Los mercados de bonos no sólo son importantes en épocas de crisis, sino que aun en tiempos tranquilos un mercado de bonos corporativos que funcione bien puede ayudar a que las empresas obtengan financiamiento a largo plazo, reduzcan sus costos financieros y mejoren la eficiencia microeconómica general.

A nivel mundial, la utilización de los bonos corporativos como fuente de financiamiento de las empresas ha ganado importancia durante la última década. En los países del G-7¹⁵², dichos bonos, medidos como porcentaje del PBI, han venido representando más del 40% desde 1997. En el caso de los países de Asia del Este pasaron de representar 21% del PBI en 1997 a 36,3% en 2004. En el caso de América Latina pasaron de representar 7% del PBI en 1997 a 10,7% en 2004. Específicamente en el caso colombiano pasó de representar 0,4% del PBI en 1997 a 2,1% en 2004¹⁵³.

Igualmente se debe destacar la experiencia de la Eurozona y de Estados Unidos en la profundización del mercado de deuda privada. En la primera, el mercado de bonos corporativos creció en promedio 307% entre 1999 y 2004¹⁵⁴, lo cual se explica fundamentalmente por el proceso de integración regional. Dicho proceso obligó a las empresas a incrementar sus estándares de competitividad y crecimiento a través de nuevas estrategias financieras. Adicionalmente la unificación monetaria eliminó el riesgo cambiario en las decisiones de inversión de los emisores y de los inversionistas, ampliando las posibilidades de financiamiento.

Por su parte, en Estados Unidos la utilización de bonos corporativos como porcentaje del PBI alcanza niveles cercanos al 110%¹⁵⁵. Esto se debe principalmente a la amplia difusión que se le ha dado al mecanismo de colocaciones privadas dirigidas exclusivamente a inversionistas calificados (private placement) y a los esfuerzos de los reguladores, tales como la Norma 144A de la Securities and Exchange Commission (SEC)¹⁵⁶, por promover dichos bonos como fuentes alternativas de financiación.

¹⁵² El Grupo de los siete (G-7) está formado por los siete países más industrializados del mundo (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido) cuyos jefes de Estado se reúnen anualmente en cumbres económicas. Estos países ya no son las siete economías más grandes del mundo.

¹⁵³ Cifras del Fondo Monetario Internacional (Año 2007).

¹⁵⁴ Cifras del Bank for International Settlements (Año 2007).

¹⁵⁵ Cifras del Fondo Monetario Internacional (Año 2007).

¹⁵⁶ La Securities and Exchanges Commission (SEC) es la agencia creada en Estados Unidos para la protección de los inversionistas norteamericanos en los mercados financieros de dicho país, como organismo de control y vigilancia del funcionamiento de las Bolsas.

En el caso peruano en el año 2004 la oferta pública primaria de bonos corporativos representó 1,68% del PBI, lo cual comparado con otros países de la región constituye una incipiente utilización, lo cual puede estar explicado por múltiples factores como la inexistencia de mercados secundarios lo suficientemente líquidos para este tipo de colocaciones, el número reducido de empresas capaces de emitir bonos en cantidades que puedan ser atractivas desde el punto de vista de los inversionistas, los elevados costos de emisión y de revelación de información, así como la existencia de un marco institucional muy débil para hacer valer los derechos de los acreedores.

En Chile, la utilización de bonos corporativos como porcentaje del PBI alcanza niveles cercanos al 11,3%. En Argentina, la utilización de bonos corporativos como porcentaje del PBI alcanza niveles cercanos al 6,4%. En México, la utilización de bonos corporativos como porcentaje del PIB alcanza niveles cercanos al 2,7%. En Colombia, la utilización de bonos corporativos como porcentaje del PBI alcanza niveles cercanos al 3,9%¹⁵⁷.

A pesar del crecimiento en la mayoría de los países de latinoamérica, el volumen de la deuda privada sigue siendo bajo. La mayoría de países siguen por debajo de 5% del PBI para el año 2005, excepto Brasil y Chile, donde el volumen de los bonos privados pendientes era superior a 10% del PBI. Cualquiera sea el caso, esos valores son menores que los promedios de Asia del Este y las economías avanzadas (28% y 70% del PBI, respectivamente).

En el siguiente cuadro se puede apreciar el tamaño del mercado interno de bonos de los países emergentes de América Latina, países no emergentes de América Latina, toda América Latina, Asia del Este, otros mercados emergentes y Economías Avanzadas. En él se puede notar que tanto en Brasil (0,55) como en Chile (0,49) el tamaño del mercado interno de bonos es bastante significativo a comparación de otros países como el nuestro, que tiene el indicador bajo de la región (0,07).

De todos los países analizados, Jamaica tiene el tamaño del mercado de bonos más grande, con un 0,78 para el período 2000-2004. El tamaño pequeño de todos estos países es Guatemala con 0,06.

Cuadro Nº 05 : Tamaño del mercado interno de bonos			
Bonos locales/PIB			
País	1990-1994	1995-1999	2000-2004
 Mercados emergentes de América Latina			
Argentina	0,15	0,09	0,31
Brasil	0,22	0,37	0,55
Chile	0,74	0,58	0,49
Colombia	0,08	0,11	0,27
Ecuador	0,05	0,09	0,13
México	0,14	0,23	0,26
Perú	n.d.	0,06	0,07
Uruguay	0,18	0,15	0,19
Venezuela	n.d.	0,05	0,13

¹⁵⁷ Cifras del Fondo Monetario Internacional (Año 2005).

Media	0,19	0,17	0,24
Desviación estándar	0,21	0,17	0,15
Mercados no emergentes de América Latina			
Belice	0,07	0,07	0,07
Bolivia	0,02	0,07	0,18
Costa Rica	0,18	0,26	0,27
Guatemala	n.d.	n.d.	0,06
Honduras	0,15	0,10	0,14
Jamaica	0,17	0,38	0,78
Nicaragua	0,09	0,23	0,44
Paraguay	0,05	0,06	0,07
Trinidad y Tobago	0,21	0,22	0,17
Media	0,12	0,17	0,24
Desviación estándar	0,07	0,12	0,23
Toda América Latina			
Media	0,16	0,17	0,24
Desviación estándar	0,16	0,14	0,19
Asia del Este			
Media	0,16	0,15	0,27
Desviación estándar	0,18	0,12	0,09
Otros mercados emergentes			
Media	0,35	0,29	0,39
Desviación estándar	0,44	0,22	0,24
Economías avanzadas			
Media	0,42	0,47	0,48
Desviación estándar	0,24	0,23	0,28

Fuentes: Para América Latina, Cowan et al. (2006); para los demás casos, base de datos del Banco de Pagos Internacionales y Jaimovich y Panizza (2006b).

Nota: "Asia del Este" incluye China, Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. "Otros mercados emergentes" incluye Hungría, India, Líbano, Pakistán, Polonia, República Checa, República Eslovaca, Rusia, Sudáfrica y Turquía. "Economías avanzadas" incluye Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Japón,

Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Portugal, Suecia, Suiza y Reino Unido. n.d. = datos no disponibles.

3.4.2.2 LA EXPERIENCIA DE MALASIA¹⁵⁸

Uno de los casos más interesantes del desarrollo del mercado de bonos corporativos es el de Malasia. La enorme profundización de dicho mercado radica en que el gobierno entendió desde mediados de los ochenta la necesidad de asignarle al sector privado un papel más protagónico en el crecimiento económico, sirviendo de respaldo financiero para acometer las principales inversiones para la modernización del país.

Para que esto fuera posible, a comienzos del año 2000 se diseñó una estrategia integral de desarrollo del mercado de capitales, cuyos pilares se

¹⁵⁸ Semana Económica. Directora María Mercedes Cuéllar. 04/04/2007.

sustentan en un Plan Maestro de largo plazo que contiene 152 recomendaciones puntuales, de las cuales 17 están orientadas específicamente al desarrollo de bonos corporativos.

Se destaca el cambio de orientación para la conducción y desarrollo del mercado de bonos privados. De un enfoque basado en méritos y con alta intervención de las agencias regulatorias, se pasó a uno fundamentado en la revelación de información, con mayor énfasis en la capacidad de evaluación del mercado y de los inversionistas profesionales. Pese a la mayor flexibilidad, la transparencia y la integridad siguen siendo pilares fundamentales para el mercado.

Se destacan reformas específicas encaminadas a eliminar el requisito de calificación mínima de “BBB” exigida a las colocaciones de bonos privados y la simplificación de los trámites de inscripción y autorización de emisiones que redujo de 12 meses a 14 días el tiempo de aprobación.

Además, se introdujeron incentivos tributarios a los inversionistas y emisores, se definieron referencias para la valoración basadas en el desarrollo del mercado de deuda pública, se revisó el régimen de inversión de los fondos de pensiones y se establecieron plataformas centralizadas de liquidación y compensación de operaciones.

Dentro del conjunto de medidas adoptadas sobresale la encaminada a mejorar la liquidez secundaria. Se levantaron las restricciones que pesaban sobre algunos intermediarios del mercado para operar directamente en el segmento OTC, y ello se acompañó de un fortalecimiento de los sistemas de registro de información en línea de las condiciones de negociación (Bond Information and Dissemination System). De esta manera la Comisión Malaya de Valores reconoció en este tipo de restricciones un obstáculo serio para el desarrollo del mercado de títulos de deuda privada y su eficiente funcionamiento con liquidez secundaria.

Los resultados de este proceso, cuya tercera fase de implementación termina en 2010, son extraordinarios. *La deuda privada emitida pasó de representar el 0,5% del PBI en 1990 a 38% en 2005 y las emisiones de estos papeles ya alcanzan los mismos niveles que los de la deuda pública, siendo siete veces superiores a las de acciones.* Todo esto se ha dado en un contexto de desarrollo complementario de la financiación del gobierno y del crédito bancario, los cuales sirven, respectivamente, como marco de referencia para las valoraciones de otros títulos y como complemento de la financiación de largo plazo provista por el mercado de capitales.

3.4.2.3 LA EXPERIENCIA DE CHILE

En Chile el nivel inicial de capitalización del mercado de bonos fue más alto que en los otros cinco países, pero el mercado no experimentó crecimiento hasta fines de los años noventa. Varios factores explican el crecimiento reciente del mercado de bonos privados de Chile (Braun y Briones, 2006). El primero guarda relación con la política monetaria y, en particular, con el extremo aumento de las tasas de interés a corto plazo causado por la defensa del peso en 1998. Este incremento de los intereses a corto plazo (y la consiguiente compresión del crédito) tornaron sumamente atractivo el financiamiento no bancario a largo plazo. Otra explicación relacionada sugiere que el cierre de los mercados financieros internacionales, combinado con un gran caudal de activos de inversionistas institucionales, puso en acción el mercado de bonos corporativos en Chile

(Cifuentes, Desormeaux y González, 2002). Si los efectos son permanentes, este sería otro caso en el que un shock negativo conduce al desarrollo del mercado interno de bonos. La tercera explicación sugiere que el incremento de los bonos privados obedeció al espacio que dejó vacante en el mercado la merma de la deuda pública chilena durante ese período.

3.4.2.4 LA EXPERIENCIA DE COLOMBIA¹⁵⁹

El saldo de bonos privados en circulación como porcentaje del PIB, pasó del 0,4% en 1997 a 2,1% en 2004. Dichas emisiones son realizadas por el sector privado real y financiero, con una participación relativamente constante en el primer caso y con mayor importancia en el segundo.

Si bien es cierto que las anteriores cifras indican algún grado de avance en el mercado de bonos corporativos colombiano, son todavía muy pocas las empresas capaces de utilizarlo como un mecanismo recurrente de financiación. Muestra de ello es que el volumen emitido en 2005 y 2006 fue colocado por 7 y 8 emisores, respectivamente, lo cual no guarda ninguna proporción con el número de empresas de gran tamaño que podría hacer uso de este mecanismo.

La Universidad de los Andes organizó recientemente una tertulia en la que se discutió el documento titulado “Mercado de Bonos Corporativos: Mitos y Perspectivas” elaborado por Clemente Del Valle, del Banco Mundial, y Michel Casas, de la Facultad de Administración de la mencionada universidad. El documento explica el bajo grado de desarrollo del mercado de deuda privada en Colombia, a la luz de los siguientes factores microestructurales y regulatorios propios de nuestro mercado de capitales:

- El mercado de capitales en Colombia ha estado dominado por las necesidades de financiamiento del Estado, lo cual origina que los emisores privados tengan que competir por los recursos del público con los títulos de deuda del gobierno que generalmente son más líquidos y de menor riesgo.
- Las exigencias regulatorias de inversión de los inversionistas institucionales sesgan la localización de sus portafolios hacia instrumentos de alta liquidez y de bajo riesgo, restándole posibilidades a las emisiones privadas, principalmente a las de las pequeñas empresas.
- La exigencia regulatoria dirigida a que todos los inversionistas institucionales negocien exclusivamente a través de sistemas transaccionales electrónicos restringe la labor del intermediario profesional como proveedor de liquidez en el mercado de deuda privada.
- Las empresas privadas siguen concentrando sus fuentes de financiación en los créditos de corto plazo, limitando sus posibilidades de expansión y de desarrollo a través de la colocación de deuda.
- El tiempo y los costos de transacción asociados a la preparación de una emisión privada siguen siendo muy altos frente a las alternativas tradicionales de financiamiento.

¹⁵⁹ Semana Económica. Directora María Mercedes Cuéllar. 04/04/2007.

- No existen incentivos tributarios ni para la oferta ni para la demanda de los bonos privados.

Aunque el documento en cuestión no lo trata, la normatividad vigente referente al cálculo de los requerimientos de capital por riesgo de mercado para los títulos de renta fija atados a una tasa variable (DTF+X puntos porcentuales) encarece la tenencia de dichos activos para los inversionistas, debido a que utiliza un cálculo de la duración que no responde a la naturaleza de estos instrumentos.

El mercado de bonos corporativos en Colombia se encuentra en su fase inicial de desarrollo y ofrece numerosas ventajas y potencialidades que se deben aprovechar. Por tal motivo, el diseño y la promoción de herramientas regulatorias y microestructurales tendientes a la profundización de dicho mercado se constituye en una tarea prioritaria en la agenda de discusión de la industria financiera y las autoridades. Acciones concretas que se deberían impulsar son las siguientes:

- Implementar y promocionar mecanismos de colocación alternativos a las ofertas públicas para los títulos en cuestión, con el objeto de abrir las puertas de este mercado a emisores que hoy son pequeños y poco conocidos, e incrementar los niveles iniciales de liquidez de dichas emisiones.
- Flexibilizar el régimen de inversión de los portafolios de los inversionistas institucionales, permitiendo la compra de títulos de emisores con calificaciones distintas a grado de inversión. Igualmente, es fundamental que dichos agentes, dada su importancia para el desarrollo del mercado en estudio, puedan negociar por fuera de los sistemas transaccionales electrónicos, acudiendo directamente a los intermediarios profesionales.
- Es necesario eliminar las restricciones regulatorias que obligan a las entidades aseguradoras, sociedades de capitalización, fondos comunes de inversión administrados por las sociedades fiduciarias y fondos de pensiones y cesantías, a realizar operaciones exclusivamente a través de sistemas electrónicos transaccionales administrados por el Banco de la República o por una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera (Decreto 2865/2001, Decreto 2049/2001 y Decreto 343/2007). Dicha medida debe venir acompañada de un sistema de registro en línea que garantice altos estándares de transparencia en las operaciones que se realicen a través del mercado OTC y que facilite su supervisión por parte de las autoridades.
- Igualmente, es necesario que los intermediarios cuenten con un mercado de coberturas lo suficientemente desarrollado que promueva su labor como proveedores de liquidez para este tipo de títulos, para lo cual se torna indispensable la promoción del indicador monetario de corto plazo en el que las autoridades económicas y la industria se encuentran trabajando.
- Simplificar los trámites y los costos de transacción en la preparación de las emisiones privadas.
- Definir incentivos tributarios, tanto para los emisores como para los inversionistas, que promuevan la oferta y la demanda de deuda privada.
- Contribuir en la definición de curvas de referencia a partir de la deuda pública, con el objeto de facilitar la negociación y contabilización de los bonos privados. Es importante anotar que la deuda pública puede contribuir al

desarrollo de los bonos corporativos, ya que con ésta se generan esquemas de valoración que son aprovechados por el mercado de títulos de deuda privada.

- Revisar la metodología de cálculo de los requerimientos de capital por riesgo de mercado de los títulos de renta fija atados a tasa variable propuesta por la Superintendencia Financiera. Lo anterior con el fin de reflejar adecuadamente las cargas de capital de estos instrumentos cuya duración es la siguiente fecha de reprecio y no la de un título de tasa fija.
- La experiencia internacional muestra que la acción de las autoridades es indispensable para desarrollar el mercado de deuda privada, y por ende ellas tienen el importante reto de crear las condiciones adecuadas que promuevan dicho desarrollo.

3.4.2.5 LIMITACIONES DE LOS MERCADOS EMERGENTES

Durante la década del noventa, los mercados emergentes se caracterizaron por realizar importantes esfuerzos para el desarrollo de los mercados de capitales, pero los resultados han sido incipientes. Los mercados de bonos internos han crecido lentamente, la liquidez es escasa y los volúmenes de las operaciones siguen siendo bajos. A pesar de la afluencia de fondos a los mercados emergentes, la participación extranjera en los mercados de bonos locales, en particular los de títulos corporativos, sigue siendo limitada cuantitativamente (con excepción de México).

Estos resultados pueden explicarse de dos maneras, no necesariamente incompatibles. En primer lugar, las instituciones y las políticas de los mercados emergentes aún son más frágiles que las de los países avanzados y no hay una solución rápida para este problema. Eliminar las deficiencias institucionales y de políticas que entorpecen la evolución de mercados de bonos más fuertes y líquidos es un proceso largo y difícil. En segundo lugar, las economías emergentes que tratan de desarrollar sus mercados de bonos se encuentran limitadas por las pequeñas dimensiones de sus empresas y de sus economías.

Por ello, para que un mercado llegue a cierto grado de profundidad y liquidez, resulta necesario una escala eficiente mínima cuya consecución es particularmente difícil en los países pequeños. El problema del tamaño del país se ve agravado por el hecho de que la mayoría de las economías emergentes se caracteriza por tener una cantidad considerable de empresas pequeñas que no pueden afrontar los costos fijos de una emisión de bonos. Asimismo, los mercados emergentes no toman la iniciativa en la competencia por una porción del mercado mundial, pues ya existen mercados profundos y líquidos en los centros financieros de primera línea. Por ende, desde el punto de vista de la liquidez y de los costos de transacción, para los emisores y los inversionistas de los mercados emergentes es más atractivo operar en los grandes mercados mundiales que para los inversionistas extranjeros hacerlo en los mercados emergentes.

3.4.3 CONDICIONES NECESARIAS PARA LA EMISIÓN DE BONOS

- a) **Acuerdo de emisión** .- El artículo 306 de la LGS establece que las condiciones de cada emisión, así como la capacidad de la sociedad anónima para formalizarla, en cuanto no estén reguladas por ley, serán las que disponga el estatuto y las que acuerde la junta general de accionistas. La emisión de bonos puede ser efectuada por cualquier forma societaria reconocida por la LGS.

El acuerdo de emisión presupone una sociedad capaz, apta para contraer obligaciones. De ello se deducen dos presupuestos básicos : 1) Que la sociedad deba hallarse constituida antes de la emisión de los bonos, y 2) Que la emisión de las acciones fundacionales no pueda ser simultánea con la emisión de bonos.

Nuestra ley obliga a establecer, en el acuerdo de emisión, la constitución del sindicato de obligacionistas.

La junta general de accionistas o de socios, de ser el caso, es el órgano societario que debe acordar la emisión de bonos¹⁶⁰. Sin embargo, ésta puede delegar en el directorio o en el administrador de la sociedad, la ejecución del proceso de emisión, así como todas las demás decisiones referidas a éste.

Asimismo, la LGS ha establecido la necesidad de cumplir con dos condiciones para efectos de la emisión de bonos: la constitución de un sindicato de obligacionistas y designación de un representante de los obligacionistas.

- b) **Constitución de un sindicato de obligacionistas**.- la ley obliga a través del artículo 306 a establecer, en el acuerdo de emisión, la constitución del sindicato de obligacionistas por dos razones fundamentales¹⁶¹:
- i. **Salvaguarda de los tenedores del bono.** La constitución de éste, permite salvaguardar de mejor manera, los intereses de los obligacionistas permitiendo que los mismos puedan actuar a través de un órgano colectivo.
 - ii. **Actuación no aislada de los tenedores del bono.** Facilita a la sociedad emisora una ordenada interrelación con los suscriptores de los bonos, la cual no sería posible si tuviera que entenderse con cada uno de ellos individualmente.
- c) **Designación de un representante de los obligacionistas**.- Otra condición necesaria para la emisión de bonos es que la sociedad emisora designe como representante de los obligacionistas a cualquier empresa bancaria, financiera o sociedad agente de bolsa; no pudiendo designarse como tal a sí misma, ni a

¹⁶⁰ En el caso de la emisión de acciones, la sociedad no asume un compromiso de devolución de fondos, no ofrece garantías y no tiene cargos fijos predeterminados, a diferencia de los que sucede en la emisión de valores representativos de deuda.

¹⁶¹ El artículo 318 de la LGS establece que el sindicato de obligacionistas se constituye por escritura pública del contrato de emisión y está compuesto por la asamblea de obligacionistas y el representante de los obligacionistas. En tal sentido, forman parte del sindicato de obligacionistas todos los suscriptores de los bonos de una determinada emisión. Mediante la suscripción correspondiente, los compradores de los bonos ratifican el contrato de emisión, adquiriendo en tal virtud, el status de obligacionistas.

las personas que tengan vinculación con ella (artículo 306 de la LGS y 87 de la LMV).

Este representante es el intermediario exclusivo y excluyente, entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, siendo su principal finalidad velar por el cumplimiento de los términos de la emisión. Su función está determinada por la ley y por el contrato respectivo; interactúa y colabora con la asamblea, a fin de cumplir debidamente con la representación del sindicato y con sus funciones de gestión en beneficio del mismo¹⁶².

La primera función del representante de los obligacionistas, será la de suscribir el contrato de emisión a nombre de los futuros titulares de bonos, para luego convocar a la asamblea de obligacionistas cuando se suscriba el 50% de la emisión¹⁶³. Convocada la asamblea ésta aprobará o desaprobará su gestión, ratificando o designando su reemplazante a dicho cargo, de conformidad con lo establecido por la LGS.

3.4.4 CONTRATO DE EMISIÓN DE BONOS

El antecedente de este contrato se encuentra en los Estados Unidos de América. Al respecto, Fred Weston y Eugene Brigham¹⁶⁴ afirman que la Securities and Exchange Commission –es el equivalente en nuestro país a CONASEV- ha aprobado los contratos de emisión de bonos para el caso de los bonos que se negocian entre el gran público inversionista. Los contratos de emisión de bonos de un gran número de corporaciones de gran tamaño se redactaron en las décadas de los treinta y cuarenta, y a través de los años se han vendido muchas emisiones de bonos nuevos, todas ellas cubiertas por el mismo contrato de emisión de bonos. Las tasas de interés sobre los bonos, y tal vez también sus vencimientos, cambiarán de emisión en emisión, pero la protección de los tenedores de bonos, tal y como se define en el contrato de emisión de bonos, será la misma para todos los bonos de un tipo determinado.

Gerardo Serra citando a Uría define el contrato de emisión¹⁶⁵ como aquel contrato mercantil, por el cual, la sociedad (se obliga), a crear y entregar obligaciones (bonos) en las condiciones fijadas en la escritura, a pagar intereses y a amortizar los títulos en su día, y el comisario (representante de los obligacionistas), no en su nombre, sino en nombre de los futuros obligacionistas, acepta esas condiciones y se obliga a suscribir y desembolsar los títulos emitidos. Como el representante de los obligacionistas actúa en nombre de personas que no le han

¹⁶² La sociedad emisora debe designar como representante de los obligacionistas a cualquier empresa bancaria, financiera o sociedad agente de bolsa; no pudiendo designarse como tal a sí misma, ni a las personas que tengan vinculación con ella.

¹⁶³ El artículo 320 de la LGS establece que tan pronto como quede suscrito el 50% de la emisión se convoca a asamblea de obligacionistas, la que debe aprobar o desaprobar la gestión del Representante de los Obligacionistas y confirmarlo en el cargo o designar a quien habrá de sustituirle.

¹⁶⁴ WESTON J. Fred – BRIGHAM Eugene F., Fundamentos de Administración Financiera, Décima edición, Editorial McGraw-Hill, México 1994, páginas 956-957.

¹⁶⁵ SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, Obra citada, páginas 315-316.

otorgado poder, el contrato está en estado de suspensión, subordinado a la conditio iuris de la ratificación en el momento de la suscripción

El contrato del bono¹⁶⁶ es el instrumento legal que especifica los derechos y obligaciones tanto de la empresa emisora como de los tenedores de los instrumentos. Este documento, que es muy amplio, está diseñado para resolver todos los asuntos relacionados con la emisión del bono (colateral de garantía, fechas de pago, estipulaciones relativas al incumplimiento, cláusulas de redención, etc.)¹⁶⁷.

Por el contrato de emisión, la sociedad emisora se obliga a crear y entregar bonos, en determinadas condiciones y el representante de los obligacionistas, en nombre de los futuros obligacionistas, acepta esas condiciones y se obliga a suscribir y desembolsar una prestación dineraria por los títulos emitidos¹⁶⁸.

El contrato de emisión de bonos deberá hacerse constar en escritura pública¹⁶⁹, con intervención del Representante de los Obligacionistas (artículo 308 de la LGS), debiendo cumplir obligatoriamente con los requisitos siguientes:

1. El nombre, el capital, el objeto, el domicilio y la duración de la sociedad emisora.
2. Las condiciones de la emisión y cuando se trate de un programa de emisión, las diversas series o etapas de colocación.
3. El valor nominal de las obligaciones, sus intereses, vencimientos, descuentos o primas si fuera el caso y el modo y lugar de pago.
4. El importe total de la emisión¹⁷⁰ y según corresponda, el de cada una de sus series o etapas.

¹⁶⁶ El contrato es el *acuerdo entre dos o más partes sobre una declaración conjunta de voluntad común destinada a crear, regular, modificar o extinguir una relación jurídica patrimonial*. Estos se perfeccionan por el consentimiento de las partes. El objeto del contrato es crear una relación jurídica. Tiene como principales **caracteres**: a) su liberalidad; b) su fuerza de ley entre los contratantes; c) su carácter patrimonial; d) el imperativo de la voluntad entre las partes. El contrato no puede existir si no se da la autonomía de la voluntad. A la autonomía de la voluntad importa dos clases de **libertades**: 1) libertad de contratar: ponerse o no de acuerdo con otra persona; 2) libertad contractual: libertad que tienen los contratantes para determinar la forma y el contenido del contrato que han convenido en celebrar. La libertad contractual sólo existe dentro del contrato, en cambio, la libertad de contratar es anterior al contrato. El contrato por descansar en un acuerdo de voluntades, existe y produce todos sus efectos desde el momento en que tal acuerdo existe. Sin embargo, esta regla no se cumple en los casos de los contratos reales y los solemnes, para los cuales no sólo es necesario el acuerdo de voluntades, sino también supone la entrega efectiva (o jurídica) de la cosa, tratándose de contratos reales o el cumplimiento de una formalidad exigida *ad solemnitatem* (*solemnidad*) por la ley para efectos de validez del contrato, tratándose de los contratos solemnes; *ad probationem* (*prueba*) cuando el contrato existe sin necesidad de la formalidad, es decir, basta con acreditar la existencia de una relación jurídica.

¹⁶⁷ GORDON Alexander, *Fundamentos de Inversiones: Teoría y Práctica*; Tercera edición, Editorial Pearson Educación, México 2003, pag.156.

¹⁶⁸ Como el representante de los obligacionistas actúa en nombre de las personas que no le han otorgado poder, la eficacia del contrato está supeditada a una ratificación por parte de los eventuales suscriptores de los bonos, es decir, los obligacionistas.

¹⁶⁹ Es importante aclarar que la colocación de obligaciones puede iniciarse a partir de la fecha de la escritura pública de emisión. Si existen garantías inscribibles sólo puede iniciarse después de la inscripción de éstas. Al respecto el artículo 111 del Reglamento del Registro de Sociedades – Resolución N° 200-2001-SUNARP-SN del 27/07/2001 establece que si la emisión se asegura con alguna garantía inscribible, ésta se inscribirá en el registro respectivo antes de la inscripción de la emisión en la partida de la sociedad.

¹⁷⁰ En forma general el importe total de las obligaciones, a la fecha de emisión, no puede ser superior al patrimonio neto de la sociedad, salvo en tres casos contemplados en el artículo 305 de la LGS: 1) Que se

5. Las garantías de la emisión¹⁷¹, de ser el caso.
6. El régimen del sindicato de obligacionistas, así como las reglas fundamentales sobre sus relaciones con la sociedad.
7. Cualquier otro pacto o convenio propio de la emisión.

El artículo 88 de la LMV establece expresamente que el contrato de emisión celebrado por el emisor y el representante de los obligacionistas consigna derechos y deberes de éstos, así como los de los futuros obligacionistas¹⁷².

Tratándose de oferta pública primaria, el contrato de emisión debe contener además de lo señalado en la Ley General de Sociedades, cuando menos lo siguiente:

- a) Las características de la emisión, relacionadas a:
 - Importe total, series y cupones. Tal como se analizó anteriormente el importe total de las obligaciones no puede ser superior al patrimonio neto de la sociedad.
 - Valor nominal, plazos, período de gracia, tasa de interés, primas si las hubiere y tasa de reajuste del valor nominal, si fuera el caso.
 - Sorteos, rescates y garantías, si las hubiere.
 - Descripción de los aspectos relevantes del programa de emisión a que pertenecen los valores, de ser el caso.
- b) Restricciones al actuar del emisor y responsabilidades que le corresponde asumir en salvaguarda de los intereses de los obligacionistas, tales como:
 - El suministro continuo de información relativa a su marcha económico-financiera y a cambios en su administración.
 - La conservación y la sustitución de los activos afectados en garantía exclusiva de los obligacionistas.
 - El derecho de los obligacionistas a disponer inspecciones y auditorías.
 - El procedimiento para la elección del representante de los obligacionistas.
 - Los deberes y responsabilidades que recaen sobre el representante de los obligacionistas.
- c) Las disposiciones sobre el arbitraje de los conflictos entre la sociedad, los obligacionistas y el representante de los obligacionistas que provengan o se relacionen con las obligaciones y derechos que se derivan de los términos de la emisión, de la LGS o de la LMV.
- d) Toda la información que establezca CONASEV mediante disposiciones de carácter general.

En virtud de esta atribución conferida, CONASEV ha dispuesto que el contrato de emisión debe contener, adicionalmente a lo dispuesto en los

haya otorgado garantía específica; o, 2) Que la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado de antemano la sociedad; o, 3) En los casos especiales que la ley lo permita.

¹⁷¹ Con relación a las garantías en una emisión de bonos véase el acápite 6.3 Sistema de garantías en una emisión de bonos.

¹⁷² El contrato de emisión elevado a escritura pública, da mérito para su inscripción en los Registros Públicos.

artículos 308 de la LGS y 88 de la LMV, la siguiente información (literal “a” del artículo 3 de la **Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10**):

1. Las reglas para el ejercicio del derecho de voto en la asamblea cuando los bonos al interior de la emisión, aunque homogéneos no sean iguales.
2. Limitaciones que se pudieran establecer al actuar del emisor, como la sujeción a determinados ratios financieros, condiciones especiales para incurrir en nuevas deudas, entre otras.
3. Los casos en que procede la renuncia del representante de obligacionistas y las reglas a aplicar a fin de defender los intereses de los obligacionistas, sobre todo en el caso a que se refiere el tercer párrafo del artículo 92 de la LMV, en el que, comunicada la renuncia, no se hubiere designado a un sustituto para el renunciante; y,
4. Referencia a la Resolución CONASEV o a la Resolución Gerencia General, según corresponda, por la que se dispone la inscripción del valor en el RPMV.

El contrato de emisión no podrá ser cambiado unilateralmente por la sociedad, debiendo ésta acordar cualquier modificación de las condiciones de la emisión con la asamblea de obligacionistas, conforme lo establecen el artículo 94 de la LMV y el numeral “2” del artículo 322 de la LGS.

3.4.5 INSCRIPCIÓN DEL BONO EN EL REGISTRO PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES

De acuerdo con lo analizado anteriormente, para realizar una oferta pública de valores, sea primaria o secundaria, se requiere necesariamente la inscripción del valor en el RPMV.

Para realizar una oferta pública primaria de bonos dirigida exclusivamente en nuestro mercado local¹⁷³, se deberá presentar la documentación e información vigente que se enumera a continuación¹⁷⁴:

- a) Comunicación del emisor, o de su representante autorizado, solicitando la inscripción de los bonos y el registro del prospecto correspondiente. Se deberá señalar respecto de los bonos, la identificación de la clase, las series, el número de unidades y sus

¹⁷³ En el caso que la oferta pública se realice tanto en nuestro país como en el extranjero, adicionalmente a la información y documentación que se listan en este punto, se deberá considerar lo siguiente: a) En la comunicación presentada por el emisor se deberá señalar que se trata de una oferta internacional a realizarse en Perú y en el extranjero; b) Se deberá presentar los prospectos informativos así como, cuando sea relevante, toda otra información y/o documentación que se entregará a los organismos públicos o privados de supervisión en los otros mercados, o será puesta a disposición de los inversionistas en el exterior, que no haya sido presentada a CONASEV (Sección Segunda – I, B.1.1, 1 b, 3 del MOP).

¹⁷⁴ Sección Segunda – I, B.1.1, 1 a del MOP (Manual para el cumplimiento de requisitos aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios, aprobado mediante Resolución de Gerencia General N° 211-98-EF/94.11).

demás características relevantes, cuando corresponda. Asimismo, se indicará el número aproximado y el segmento de potenciales inversionistas al que va dirigida la oferta, la indicación que se trata de una oferta pública primaria, y en su caso, la documentación que no se remite por haberse presentado anteriormente y mantener su plena validez y vigencia.

- b) Los documentos siguientes:
- 1) Copia de la escritura pública del pacto social del emisor, incluyendo el estatuto, con constancia de inscripción en los Registros Públicos.
 - 2) Copia del acta o instrumento que recoge la decisión del órgano social correspondiente por la que se efectúa la emisión de bonos y se fijan sus características, así como otros documentos complementarios.
 - 3) Copia del contrato de emisión.
 - 4) Modelo del título o certificado representativo de los bonos, en el caso que se vayan a representar mediante títulos. Tratándose de bonos a ser representados mediante anotaciones en cuenta se presentará la copia del modelo del acta o instrumento donde se vaya a dejar constancia de su emisión y de sus características, y una declaración que indique que tales características son compatibles con los requerimientos de la Institución de Compensación y Liquidación de Valores que corresponda.
 - 5) La información a que se refiere el artículo 8 del RPIVGE¹⁷⁵, cuando corresponda.
 - 6) De ser el caso, copia de todo otro documento por el que se establezcan derechos, obligaciones o cargas, o limitaciones o condiciones adicionales o complementarias a los contenidos en los documentos que se presentan, respecto de los potenciales suscriptores de los valores.
- c) Prospecto informativo elaborado de acuerdo al formato OP3.
- d) La información financiera siguiente, en función a la fecha de su constitución:
- 1) Información financiera auditada elaborada conforme a la normatividad vigente, correspondiente a los dos últimos ejercicios.
 - 2) Última información trimestral no auditada e indicadores financieros, elaborados conforme a la normatividad vigente.
 - 3) Última información financiera consolidada auditada anual, que sea aplicable de acuerdo a la normatividad vigente.
 - 4) Última información financiera trimestral consolidada no auditada, que sea aplicable de acuerdo a la normatividad vigente.

¹⁷⁵ Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico, aprobado por Resolución CONASEV N° 722-97-EF/94.10.

- e) Copias de las comunicaciones remitidas por las 2 clasificadoras informando de las clasificaciones de riesgo otorgadas al valor, acompañando la fundamentación correspondiente.
- f) Memorias anuales, correspondientes a los dos últimos ejercicios, cuando el período de constitución lo permita, y sea exigido por disposición legal o convencional.
- g) Declaración jurada de no vinculación entre el emisor y el representante de obligacionistas, suscrito por ambos o presentado de manera independiente.
- h) Carta (s) de consentimiento del o de los expertos contratados, en el caso a que se refiere el numeral 2 del artículo 17 del ROPPV¹⁷⁶.
- i) Contrato con el agente de intermediación, cuando corresponda.
- j) De ser el caso, copia de otros documentos, o información que se considere de relevancia para los potenciales suscriptores o adquirientes, a juicio de los solicitantes o que solicite CONASEV de acuerdo con las características o circunstancias propias de la operación en virtud de la cual se ofrecen los valores.

Luego de presentada la solicitud de inscripción de los bonos en el RPMV, el emisor podrá efectuar la denominada precolocación¹⁷⁷.

Una vez obtenida la inscripción del bono en el RPMV, el emisor realizará la oferta pública propiamente dicha. Sin embargo, a efectos de iniciar el proceso de colocación de los bonos de acuerdo con lo establecido en la LMV¹⁷⁸ se requerirá previamente el otorgamiento de la escritura pública y la inscripción de las garantías específicas que, por su naturaleza, sean inscribibles¹⁷⁹. En la colocación de estos valores podrán utilizarse las modalidades de colocación de valores: colocación en firme y colocación no en firme (underwriting en firme y no en firme)¹⁸⁰.

¹⁷⁶ Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios aprobado por Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10.

¹⁷⁷ La **pre colocación** o pre venta es la difusión de la intención de efectuar una futura oferta con el fin de facilitar la colocación o venta de los valores. No constituye una oferta pública propiamente dicha, razón por la cual en esta fase no se podrán efectuar ni recibir manifestaciones de voluntad o declaraciones que tengan carácter vinculante para las partes respecto de los valores sobre los cuales tratará la oferta. Esta difusión que se realice debe señalar que la misma no constituye una invitación para realizar acto jurídico relativo a la colocación de los valores. Asimismo, deberá indicarse que se pone a disposición una versión preliminar del prospecto informativo y demás información complementaria presentada de manera preliminar al RPMV, que podrá ser revisada por los potenciales inversionistas y entregada en forma gratuita a quienes lo soliciten.

¹⁷⁸ Luego de inscribir los bonos en el RPMV, puede efectuarse la oferta pública y la colocación de los valores dentro de los 9 meses que siguen a la fecha de la inscripción del valor en el RPMV, pudiéndose prorrogar este período por 9 meses más, a petición de parte (artículo 61 de la LMV).

¹⁷⁹ El último párrafo del artículo 308 de la LGS establece expresamente que la colocación de las obligaciones puede iniciarse a partir de la fecha de la escritura pública de emisión. Si existen garantías inscribibles sólo puede iniciarse después de la inscripción de éstas.

¹⁸⁰ En el acápite 3.4.7 se analiza el procedimiento para la colocación de ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

3.4.6 PARTICIPANTES EN UNA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS

Con relación a los agentes intervinientes en una emisión, podemos decir que los bonos son emitidos por el deudor (cualquier persona jurídica del sector público o privado y no sólo por las sociedades anónimas como lo disponía la ley anterior); que pueden ser adquiridos por los inversionistas, a quienes se les informa de las condiciones del endeudamiento y de la forma de pago a través de los prospectos informativos y documentación complementaria referida a la persona jurídica deudora y característica de las obligaciones. El proceso de información es controlado por la CONASEV, sin que ello signifique que dicha autoridad recomiende o garantice el buen fin de la inversión¹⁸¹.

Los principales participantes en una oferta pública primaria de bonos corporativos son los siguientes¹⁸²:

- 1) Emisor.
- 2) Obligacionistas.
- 3) Representante de los obligacionistas.
- 4) Estructurador.
- 5) Agente de intermediación.
- 6) Clasificadora de Riesgo.
- 7) Ente Regulador.
- 8) CAVALI ICLV.

3.4.6.1 EMISOR

Entidad privada que emite bonos corporativos y los ofrece al público en general o a un sector determinado de éste. Las empresas emisoras son agentes deficitarios que requieren fondos, sea para financiar un nuevo proyecto de inversión, para ampliar su capacidad de producción o para reestructurar sus pasivos con un financiamiento, generalmente de largo plazo.

La importancia de las empresas emisoras radica en que constituyen la fuente del mercado primario de valores (ofertas públicas primarias de valores) que da origen al mercado de capitales, al generar nuevas ofertas de valores.

Durante el período 1991-2002, fueron 51 empresas emisoras las que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en nuestro país, tal como se puede apreciar en el cuadro siguiente¹⁸³:

¹⁸¹ CASTELLARES Rolando – DÍAZ Enrique – ROCCA Lilian – VARGAS Julio, El ABC del Mercado de Capitales; Universidad San Ignacio de Loyola, Lima 1998, página 115.

¹⁸² En el anexo N° 03 se presenta el Prospecto Marco de Gloria S.A., en el cual se puede observar en forma concreta los participantes de esta oferta pública primaria de bonos corporativos.

¹⁸³ En los anexos N° 04 y 05 se puede apreciar la colocación anual de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos por emisor y tipo de moneda durante los períodos 1991-1996 y 1997-2002, respectivamente.

Cuadro N° 06: Empresas emisoras de bonos corporativos durante el período 1991-2002

EMPRESAS EMISORAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ	
Alicorp S.A.	Fabricantes Electrónicos del Sur S.A. (FESSA S.A.)
Bakelita y Anexos S.A.	Fima S.A.
Banco de Crédito del Perú	Gloria S.A.
Carbolan S.A.	Graña y Montero Edificaciones S.A.
Cementos Lima S.A.	Graña y Montero S.A.
Cementos Yura S.A.	Grupo Sindicato Pesquero del Perú S.A. (SIPESA)
Centros Comerciales del Perú S.A.	Hogar S.A.
Cía. Arequipa de Importaciones S.A. (CARSA)	Industrias Pacocha S.A.
Cía. Cervecera del Sur del Perú S.A. (Cervesur)	Inversiones Centenario S.A.
Cía. de Minas Buenaventura S.A.	Luz del Sur S.A.
Cía. Industrial Perú Pacífico S.A.	Medifarma S.A.
Cía. Minera Poderosa S.A.	Mi Banco
Cía. Universal Textil	Nuevo Mundo Soc. Adm. de Fondos de Inversión
Consortio Agua Azul	Panamericana Televisión S.A.
Consortio de Alimentos Fabril Pacífico S.A.	Pesquera Austral S.A.
Consortio Inmobiliaria Los Portales S.A.	Procacao S.A.
Consortio Textil del Pacífico S.A.	Ransa Comercial S.A.
Consortio Transmataro	Siderperu S.A.
Corporación Sagitario S.A.	Southern Cone Power Perú S.A.
Corporación Financiera de Desarrollo S.A.	Southern Perú Limited
D'onofrio S.A.	Telefónica del Perú S.A.A.
EDEGEL S.A.A.	Unión de Cervecerías Backus y Johnston S.A.
EGENOR	Universal Textil S.A.
Embotelladora Lima S.A.	Volvo Perú S.A.
Empresa Distrib. Eléctrica Lima-Norte - EDELNOR	Yura S.A.
Enrique Ferreyros S.A	

Fuente : Memoria CONASEV 2002

A continuación se puede observar las empresas que no han vuelto a realizar ofertas públicas primarias de bonos en nuestro país.

Cuadro N° 07: Empresas retiradas del mercado de valores

EMPRESAS RETIRADAS
Cia Industrial Perú Pacífico
Cia. Arequipa de Importaciones S.A.
Bakelita y Anexos S.A
Carbolan S.A.
Consortio de Alimentos Fabril Pacífico S.A.
Consortio Textil del Pacífico
Corporación Andina de Fomento -CAF
Corporación Financiera Internacional - IFC
Corporación Sagitario S.A.
Donofrio S.A.
Egenor
Embotelladora Lima
Fabricantes Electrónicos del Perú S.A.
Grupo Sindicato Pesquero del Perú S.A.
Hogar S.A.
Industrias Pacocha S.A.
Medifarma S.A.
Nuevo Mundo Soc. Administradora de fondos de Inversión
Panamericana Televisión S.A.
Procacao S.A.
SiderPeru S.A.
Southern Cone Power Perú S.A.
Volvo Perú S.A.

Fuente : Memoria CONASEV 2008

Durante el período 2003-2008 nuestro mercado se caracterizó por el reducido número de empresas emisoras de bonos corporativos (en total 48 empresas), de las cuales, sólo 04 fueron realizadas por medianas empresas, el resto son consideradas grandes empresas¹⁸⁴.

3.4.6.2 OBLIGACIONISTAS

Son los agentes superavitarios o inversionistas (individuales o institucionales) cuyo principal objetivo es obtener una rentabilidad para el excedente de recursos financieros que tienen en su poder. Se les denomina también tenedores del bono o demandante de activos financieros. Los principales demandantes de valores mobiliarios son los inversionistas institucionales.

Los inversionistas institucionales son entidades financieras o no financieras que se dedican a la inversión profesional de recursos provenientes del ahorro de los agentes superavitarios (familias, empresas, gobierno y otras entidades). Están expresamente autorizadas a operar por las entidades reguladoras y supervisoras de los mercados financieros y de capitales (SBS y CONASEV). Existen también entidades que operan en los mercados privados que no requieren autorización expresa de los reguladores y supervisores (Fondos de Inversión, incluyendo Fondos de Capital de riesgo y Fondos de Cobertura). El principal mercado en el que operan es el Mercado de Capitales.

Los principales inversionistas institucionales son:

1. Los Fondos de Pensiones.
2. Los Fondos Mutuos y de Inversión (que incluye a los fondos de capital de riesgo y cobertura).
3. Las Compañías de Seguros de Vida.
4. Los Bancos Comerciales y de Inversión.

Según Melvin Escudero, el proceso integral de inversión de los inversionistas institucionales considera los siguientes pasos:

1. Diseñar la política de inversión: es decir el objetivo de inversión y su correspondiente asignación de activos objetivo. Para ello se debe poner atención en las necesidades de corto y largo plazo del inversionista, estar familiarizado con la historia de los mercados de capitales y las expectativas del mercado.
2. Diseñar la estrategia de inversión: Para lo cual se requiere analizar las condiciones financieras, económicas, sociales y políticas presentes y futuras. La atención en esta fase del proceso se debe centrar en las condiciones de corto y mediano plazo, las cuales determinarán la construcción de un determinado portafolio.

¹⁸⁴ Véase cuadro N° 09: Colocación anual de bonos corporativos por emisor y tipo de monedas 2003- 2008.

3. Construcción del portafolio. Consiste en la decisión del administrador de los fondos de asignar los recursos entre diferentes países, monedas, clases de activos e instrumentos. Ello implica que el administrador de fondos debe por un lado, minimizar los riesgos del portafolio, y por otro lado, que el portafolio coincida con las necesidades establecidas en la política de inversión.

4. Supervisión y monitoreo del portafolio: Lo cual implica revisar constantemente las necesidades del inversionista, las condiciones del mercado de capitales y la actualización de la política de inversión. Una parte importante en esta fase consiste en evaluar la performance del portafolio y comparar los resultados relativos con relación a las expectativas y requerimientos establecidos en la política de inversión.

La relación fiduciaria de los inversionistas institucionales se aplica cuando existe un administrador que maneja recursos de terceros. En este caso existen potenciales conflictos de interés:

1. Problema del Principal – Agente: El administrador (agente) actúa en su propio beneficio y no en el del inversionista (principal o beneficiario).

2. Asimetría de Información: La información que maneja la administradora es superior a la que maneja el inversionista, tanto en la gestión del portafolio como en el conocimiento de los mercados. En este caso, el administrador puede engañar a los clientes (manipular la contabilidad, la valorización de las inversiones o comprar caro y vender barato).

La responsabilidad fiduciaria es el compromiso adoptado por el administrador de activos para actuar con diligencia lealtad y disciplina, evitando conflictos de interés de modo que su accionar beneficie a sus clientes.

Durante el año 2008, la caída de los índices bursátiles afectó el crecimiento de los fondos privados de pensiones cuyo valor disminuyó 18,3% con relación al año previo. A pesar de ello, la rentabilidad promedio de los últimos 15 años se mantuvo en 7,5% en términos reales. El número de afiliados continuó creciendo, esta vez en 4,8% sobrepasando los 4,2 millones¹⁸⁵.

La composición del portafolio se inclinó fuertemente hacia las inversiones de renta fija nacionales, como valores gubernamentales, depósitos y bonos de empresas privadas. Al mismo tiempo, la participación de las acciones dentro del portafolio de inversiones se redujo en más de 15 puntos porcentuales, desde 39,5 hasta 23,6%. Las inversiones en el exterior disminuyeron levemente su participación de 13,3 a 12,4%, debido a la menor participación en fondos mutuos internacionales.

La importancia del crecimiento de los inversionistas institucionales se explica con la información siguiente¹⁸⁶:

¹⁸⁵ Memoria Anual BCRP 2008, página 142.

¹⁸⁶ Cifras a diciembre de 2009.

- 1) Los fondos de pensiones son los inversionistas más grandes con inversiones que a la fecha superan los US\$ 22,000 millones, invirtiendo en todos los segmentos del mercado.
- 2) Los bancos administran una importante cartera de inversiones por alrededor de US\$ 4,000 millones, concentrados en instrumentos de mercado de dinero y renta fija de corto y mediano plazo.
- 3) Las compañías de seguros gestionan cerca de US\$ 4,500 millones concentrándose fundamentalmente en instrumentos de renta fija de largo plazo.
- 4) Los fondos mutuos administran alrededor de US\$ 5,000 millones enfocándose en el corto y mediano plazo con inversiones en renta fija, fundamentalmente en dólares.

3.4.6.3 REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS

El representante de los obligacionistas es quien ejerce los derechos de los inversores frente a la emisión. Algunas de sus funciones son comprobar la existencia de las garantías que hubiere y ejercer las acciones legales y judiciales que sean procedentes para la defensa y protección de los derechos de los obligacionistas, sobre todo cuando el emisor incumpla con sus obligaciones y se trate de demandar los fondos para el pago por concepto de los intereses o del capital¹⁸⁷.

En el caso de la emisión de bonos, se requiere que la empresa emisora designe un representante de los obligacionistas. Sólo las empresas bancarias, financieras o las sociedades agentes podrán ser designadas como representantes¹⁸⁸. La actual LGS – Ley N° 26887, emplea la misma denominación que la LMV – D.Leg. N° 861 “representante de obligacionistas” a diferencia de la anterior LGS que se refería a ellos con el nombre de fideicomisarios.

Este representante es el intermediario exclusivo y excluyente, entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, siendo su principal finalidad velar por el cumplimiento de los términos de la emisión. Su función está determinada por la ley y por el contrato respectivo; interactúa y colabora con la asamblea, a fin de cumplir debidamente con la representación del sindicato y con sus funciones de gestión en beneficio del mismo. La primera función del representante de los obligacionistas, será la de suscribir el contrato de emisión a nombre de los futuros titulares de bonos, para luego convocar a la asamblea de obligacionistas cuando se suscriba el 50% de la emisión. Convocada la asamblea ésta aprobará o desaprobará

¹⁸⁷ MARTÍN MATO Miguel Ángel, Obra citada, páginas 15-16.

¹⁸⁸ El artículo 87 de la LMV establece que toda emisión de bonos, incluidos los BAF, requiere de la designación del representante de los obligacionistas, excepto cuando las emisiones se encuentren dirigidas a inversionistas institucionales bajo las condiciones que CONASEV establezca. Puede ser designado como representante de los obligacionistas cualquier persona natural o jurídica que cumpla con los requisitos establecidos por CONASEV mediante norma de carácter general. En cualquier caso, no podrá designarse como representante de los obligacionistas al emisor, ni a las personas con las que éste tenga vinculación conforme a las normas que apruebe CONASEV.

su gestión, ratificando o designando su reemplazante a dicho cargo, de conformidad con lo establecido por la LGS.

De acuerdo con el artículo 325 de la Ley General de Sociedades, el representante de los obligacionistas tiene cuando menos, las facultades, derechos y responsabilidades siguientes:

1. Presidir las asambleas de obligacionistas;
2. Ejercer la representación legal del sindicato;
3. Asistir, con voz pero sin voto, a las deliberaciones de la junta de accionistas o de socios, según el caso, de la sociedad emisora, informando a ésta de los acuerdos del sindicato y solicitando a la junta los informes que, a su juicio o al de la asamblea de obligacionistas, interese a éstos;
4. Intervenir en los sorteos que se celebren en relación con los títulos; vigilar el pago de los intereses y del principal y, en general, cautelar los derechos de los obligacionistas;
5. Designar a la persona natural que lo representará permanentemente ante la sociedad emisora en sus funciones de Representante de los Obligacionistas;
6. Designar a una persona natural para que forme parte del órgano administrador de la sociedad emisora, cuando la participación de un representante de los obligacionistas en dicho directorio estuviese prevista en la escritura pública de emisión;
7. Convocar a la junta de accionistas o de socios, según el caso, de la sociedad emisora si ocurriese un atraso mayor de ocho días en el pago de los intereses vencidos o en la amortización del principal;
8. Exigir y supervisar la ejecución del proceso de conversión de las obligaciones en acciones;
9. Verificar que las garantías de la emisión hayan sido debidamente constituidas, comprobando la existencia y el valor de los bienes afectados;
10. Cuidar que los bienes dados en garantía se encuentren, de acuerdo a su naturaleza, debidamente asegurados a favor del Representante de los Obligacionistas, en representación de los obligacionistas, al menos por un monto equivalente al importe garantizado; y,
11. Iniciar y proseguir las pretensiones judiciales y extrajudiciales, en especial las que tengan por objeto procurar el pago de los intereses y el capital adeudados, la ejecución de las garantías, la conversión de las obligaciones y la práctica de actos conservatorios.

3.4.6.4 ESTRUCTURADOR

También denominada entidad estructuradora, es aquella entidad que crea la emisión y realiza los trámites respectivos para su inscripción en el RPMV. Se encarga de la dirección de la oferta pública primaria, esto es, de diseñar la emisión o programa de emisión de los bonos corporativos. Este diseño implica realizar un análisis financiero, de sensibilidad y riesgos del mercado y del emisor; definir la estructura de la emisión (montos, plazos, amortizaciones, tasas, entre otras características); brindar asesoría en la elaboración de las Actas de Junta de

Accionistas, contrato de colocación, minuta de emisión, solicitud para CONASEV, etc.

Pueden desempeñarse como tales los agentes de intermediación y bancos de inversión regulados por la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros, así como las entidades que determine CONASEV. Pueden ocuparse de la dirección de la oferta pública primaria, los agentes de intermediación, las empresas bancarias, los bancos de inversión regulados por la LGSF y las entidades que determine CONASEV.

Cabe resaltar que la entidad estructuradora será responsable, en todos los casos, de velar porque el emisor y/o la persona que corresponda, presente la información y documentación pertinente al momento de la inscripción de la OPP.

Nuestra LMV establece obligatoriamente la participación de la entidad estructuradora. El artículo 56, referente al prospecto informativo, establece que éste como mínimo debe contener lo siguiente:

Inciso “d” : Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante.

En ese sentido, a efectos de realizar una oferta pública primaria se deberá designar necesariamente, en el trámite a seguir, a la entidad que se desempeñará como Entidad Estructuradora, salvo que una Entidad Calificada¹⁸⁹ asuma la dirección de la oferta de sus valores o un emisor de instrumentos de corto plazo asuma tal rol en la oferta de los mismos (literal “a” del artículo 3 del ROPPV).

3.4.6.5 AGENTE DE INTERMEDIACIÓN

Realiza la invitación a los inversionistas para que adquieran los bonos corporativos objeto de la oferta pública. Es aquél que anuncia y vende los instrumentos en el mercado.

El artículo 50 de la Ley del Mercado de Valores, establece que en las ofertas públicas de valores¹⁹⁰ es obligatoria la intervención de un agente de intermediación, salvo en los casos contemplados en los artículos 63 y 127 y en la colocación primaria de certificados de participación de los fondos mutuos y los fondos de inversión.

En una determinada emisión pueden intervenir varios agentes colocadores en función de la magnitud y alcance de la misma. Nuestra legislación establece la necesidad de contar con un agente colocador.

El agente colocador puede adquirir ciertos compromisos con la empresa emisora, siendo los acuerdos más típicos la colocación en firme y la colocación no

¹⁸⁹ Una Entidad Calificada es aquel emisor que cumple con los siguientes requisitos: a) cuenta con uno o más valores inscritos en el RPMV por un período de dos o más años; b) no ha sido objeto de imposición de sanciones, salvo que sean amonestaciones, en los últimos 12 meses, por faltas cometidas en relación con sus obligaciones de revelación de información al RPMV; y c) no cuenta con valores que hubieren obtenido, durante el último de los períodos mencionados, una categoría de riesgo que implique una falta de presentación de información suficiente a la empresa clasificadora.

¹⁹⁰ Véase el acápite: 3.3.4 Requisitos para realizar una oferta pública primaria de valores.

en firme. En ese sentido, la colocación de bonos corporativos se puede realizar mediante la modalidad de underwriting en firme y no en firme. El underwriting es una operación financiera que facilita el acceso de las empresas al mercado de capitales, con el objetivo de lograr financiar su activo fijo o reestructurar sus deudas¹⁹¹.

3.4.6.5.1 El underwriting

Se conoce con la denominación inglesa de underwriting la operación en virtud de la cual una entidad financiera prefinancia a una sociedad anónima la emisión de acciones o debentures, a la vez que se compromete a colocar, luego de emitidos, esos títulos en el mercado. También se recurre a esta operación financiera para la colocación de obligaciones negociables emitidas por una empresa y, en general, títulos para ser ofrecidos al público con el fin de obtener ingreso de fondos. El banco adelanta estos fondos que después intentará recuperar, para lo cual interesará a potenciales inversores en la adquisición de dichos títulos valores¹⁹².

Según Arias-Schreiber¹⁹³ el contrato de emisión y colocación de títulos valores es un contrato financiero, por el cual una empresa emisora de títulos valores encarga a otra que generalmente es banco o entidad financiera, su colocación en el mercado, actuando como intermediaria y pudiendo otorgar garantías para el caso. Sostiene además que la característica del contrato de underwriting es que se contrae a valores de emisión primaria, es decir, aquellos que son recién emitidos por una empresa para ser suscritos o colocados por primera vez y no aquellos que hayan sido adquiridos anteriormente y cuya venta se efectúa a través de bolsa, intermediarios financieros o directamente.

Bravo Melgar¹⁹⁴, lo define como el contrato celebrado entre una entidad que se configura en intermediario financiero denominado “underwriting” y una Institución, entidad o sociedad emisora de valores mobiliarios, por el cual la primera se obliga a financiar a la segunda, en forma parcial o total, los recursos que obtendría como resultado de su colocación¹⁹⁵. Del mismo modo no sólo se obliga a prefinanciar la colocación sino que además se compromete a procurar la colocación de dichos valores en el mercado primario, garantizando su total o parcial suscripción por parte de los inversionistas dentro de un plazo determinado, con el compromiso de adquirir el saldo siempre y cuando estos quedaran sin suscribir al término del plazo.

¹⁹¹ El underwriting se origina a fines del siglo XVIII en el derecho anglosajón. Siendo su antecedente más antiguo el seguro marítimo en el que se asumía el riesgo del viaje. Un siglo después con el crecimiento de la empresa industrial surgió la conveniencia de recurrir al crédito del público, es así que existían empresas especializadas que se dedicaban a la promoción de títulos valores y a la colocación de los mismos entre el público inversionista.

¹⁹² FARINA Juan M., Contratos Comerciales Modernos; Segunda Edición, Editorial Astrea, Ciudad de Buenos Aires, 830 páginas, 1997, p. 519.

¹⁹³ ARIAS-SCHREIBER PEZET Max, Contratos Modernos; Tomo II, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 1997, p. 142.

¹⁹⁴ BRAVO MELGAR Sidney, “Underwriting” en Contratos Modernos; Editora Fecat, Lima 1995, p. 231.

¹⁹⁵ El underwriting es pues una operación del mercado primario de valores mediante la cual, se suscribe o garantiza una nueva emisión de valores, total o parcialmente, para distribuir los títulos posteriormente entre el público y los inversionistas institucionales.

Para Arias-Schreiber¹⁹⁶ la característica esencial del contrato de underwriting es que se contrae a valores de emisión primaria, es decir, aquellos que son recién emitidos por una empresa para ser suscritos o colocados por primera vez y no aquellos que hayan sido adquiridos anteriormente y cuya venta se efectúa a través de Bolsa, intermediarios financieros o directamente.

Finalidad del underwriting

- ❑ **Para el underwriter:** Obtener la mayor ganancia al comprar y vender, los valores emitidos por una empresa. (spread)
- ❑ **Para la empresa emisora:** Permite a las empresas tener acceso al mercado de capitales con el fin de satisfacer sus necesidades de financiamiento, de una manera rápida y segura.
 - ✓ *Rápida:* porque el emisor no tendrá que esperar la colocación paulatina de los valores en el mercado, para ir recibiendo capital, sino que éste le será entregado apenas el underwriter suscriba toda o parte de la emisión.
 - ✓ *Segura:* porque el emisor transfiere el riesgo de la colocación de estos títulos al underwriter.

Características del underwriting

- Es **consensual** en tanto pueda perfeccionarse por acuerdo de las partes, es un contrato que debe constar por escrito en tanto requiere de una serie de actos que permiten su desarrollo, como por ejemplo los actos que denotan la aprobación de la junta general de accionistas para la aprobación de la emisión de los valores negociables, en tanto sean acciones deberán constar en el acto previo del acuerdo de aumento de capital social. O si se trata de emisión de obligaciones deberá igualmente constar el acuerdo de derecho de dicho órgano societario. Establecidas estas premisas en la escritura pública correspondiente, será necesario plasmar la voluntad y el consentimiento respecto a la adquisición de dichos valores por parte de la empresa colocadora o por el underwriter.
- Si a la tipicidad la entendemos como la alusión clara e inequívoca a determinada figura jurídica dentro de la legislación nacional, concluiremos que es un contrato **atípico** ya que el contrato de underwriting no se encuentra regulado en forma específica.
- Por no requerir de formalidad específica, puede ser definido como un contrato **“no formal”**, razón por la cual, el convenio puede adoptar cualquier forma negocial.

¹⁹⁶ ARIAS-SCHREIBER PEZET Max – GUTIERREZ CAMACHO Walter; La Técnica Contractual; Tomo III, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 2001, p. 125.

- Es **bilateral** porque genera obligaciones para el underwriter como para la empresa emisora.
- Es **sinalagmático** en la medida que los beneficios de la operación son recíprocos, la entidad emisora tiene la posibilidad real de obtener un aporte inmediato de capital y el underwriter tiene la posibilidad de obtener la diferencia entre el valor de suscripción del título valor y el precio de la posterior venta de acciones, lo que constituye su ganancia en la operación.
- Es **oneroso** en el sentido de que cada una de las partes se obliga a una prestación o prestaciones con contenido económico.
- Es **innominado** al no recogerse su nombre en norma reguladora, sin embargo la doctrina lo reconoce y nombra como un contrato de colaboración financiera.
- Es **autónomo** en tanto no depende de la celebración, realización o ejecución de otro contrato para su existencia; Sin embargo, debe tenerse presente que siendo un contrato relacionado con la colocación primaria de valores negociables dependerá de la existencia del acuerdo de aumento de capital social o de emisión de obligaciones, con lo cual su autonomía es discrecional.
- Es de naturaleza mercantil y empresarial ya que su finalidad principal es canalizar de manera adecuada los recursos de las empresas participantes ya sea emisoras o colocadoras. Constituye una nueva **técnica para canalizar recursos financieros** con el fin de capitalizar, desarrollar y expandir las empresas. El underwriter es el que realiza la función financiera de transferir recursos, siendo un sujeto activo en el mercado de capitales, mediante la compra y venta de títulos.
- Este mecanismo comprende la **prestación de servicios** de asesoramiento, seguros, protección, que son parte integrante de la negociación. Es un contrato complejo en la medida que permite la prestación de servicios complementarios de asesoría que formarán parte integrante de la operación de emisión y colocación de los títulos valores en todas sus etapas de elaboración, emisión, colocación de la emisión y colocación en el mercado.

Elementos del contrato de underwriting

1. Elementos personales

El emisor.

Agente deficitario que realiza una oferta pública o privada de activos o instrumentos financieros. Busca el financiamiento a través del mercado primario de valores mobiliarios.

Las empresas emisoras o agentes deficitarios son aquellas que requieren fondos, sea para financiar un nuevo proyecto de inversión o para

reestructurar sus pasivos con un financiamiento, generalmente de largo plazo.

La importancia de las empresas emisoras radica en que constituyen la fuente del mercado primario (emisión primaria) que da origen al mercado de capitales, al generar nuevas ofertas de valores.

Básicamente las empresas emisoras deben calificar de acuerdo a los montos significativos de emisión de valores negociables, contar con estados financieros auditados, estar dispuestos a difundir información al mercado a fin de dar transparencia al mercado, contar con un equipo gerencial de probada capacidad y demostrar evolución del negocio, crecimiento y resultados históricos.

La empresa emisora debe adaptarse a la forma societaria anónima abierta en la medida que los valores negociables sean materia de una oferta pública, tal como establece el primer numeral del art. 249 de la Ley General de Sociedades. Por otro lado, la empresa emisora de los valores negociables debe inscribirse en el Registro Público del Mercado de Valores.

El registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a CONASEV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en su curso, sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz suficiente y oportuna. La información debe ser proporcionada a dichas instituciones y divulgada tan pronto como el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo, según sea el caso. De conformidad con lo señalado en el art. 28 de la Ley del Mercado de Valores, la importancia de un hecho se mide por la influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor.

El underwriter.

También conocido como agente colocador, es la empresa que adquiere en firme o asume el compromiso de colocar los valores negociables en el mercado primario de valores. Para tal efecto, debe estar autorizado a operar en dicho mercado a efecto de adquirir los valores de la empresa emisora para luego comprometerse a colocarlos en el mercado, bajo una comisión. Esta empresa debe estar autorizada a realizar operaciones de intermediación financiera o del mercado de capitales, y cumplir con los requisitos establecidos por la ley de la materia para operar.

Generalmente, el underwriter es un banco de inversión, que compra nuevas emisiones de valores a las empresas a un precio garantizado y tratan de revender inmediatamente los valores a otros inversionistas. Los bancos de inversión son organizaciones especializadas en la obtención de fondos prestables a largo plazo para sus clientes (empresas emisoras); actúan como inversionistas directos, intermediarios o asesores especializados en la estructuración de esquemas de financiamiento.

Un banco de inversión es una empresa que compra nuevas emisiones de valores a los agentes deficitarios a un precio garantizado y tratan de

revender inmediatamente los valores a otros inversionistas. Son organizaciones especializadas en la obtención de fondos prestables a largo plazo para sus clientes (empresas emisoras); actúan como inversionistas directos, intermediarios o asesores especializados en la estructuración de esquemas de financiamiento¹⁹⁷.

Son los intermediarios directos entre los emisores de valores (ya sean empresas privadas o el gobierno) y el público inversionista (ya sean inversionistas individuales o institucionales). Un banco de inversión compra activos financieros o valores (acciones o bonos) a emisores corporativos y gubernamentales para revenderlos al público inversionista a un precio mayor al que adquirieron.

La función principal de un banco de inversión no sólo es vender o colocar valores de empresas a sus clientes, sino desarrollar un proceso especializado de asesoría integral. El banco de inversión ayuda al emisor a lo largo del proceso de captación de capital nuevo, desde la planificación inicial del financiamiento, hasta la colocación final de los valores entre los inversionistas. Sin embargo, podemos afirmar que un banco de inversión tiene tres funciones principales:

- 1) Aconsejar al emisor (agente deficitario) sobre los plazos y el momento oportuno para realizar la oferta o colocación de activos financieros primarios.
- 2) Adquirir los activos financieros recién emitidos.
- 3) Colocar (vender) o distribuir los activos financieros entre el público inversionista.

Por lo tanto, el banco de inversión no debe ser confundido con un simple corredor de bolsa, quien se ocupa mayormente de ejecutar transacciones de valores que hayan sido emitidos por cuenta y riesgo de los propios inversionistas.

2. Elementos reales

Son materia y objeto de colocación los valores negociables, sean desmaterializados o materializados y específicamente aquellos calificados como tal por la legislación de la materia. Entendiéndose como elementos reales, las **acciones de la sociedad**, los **bonos**, las **obligaciones**, y **demás valores en título o desmaterializados** que respondan a la categoría de valores negociables recogidos en la Ley de Títulos y Valores. Así también se debe señalar que de acuerdo con el art. 255 de la Ley de Títulos y Valores, son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan, y que pueden ser agrupadas en clases y series como sería el caso de las acciones emitidas por la sociedad anónima o las obligaciones o bonos.

¹⁹⁷ RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir, Diccionario Bursátil, Económico y Financiero; Impreso por IGMontero, Lima 1998.

3.4.6.5.2 Modalidades de colocación del underwriting

Para algunos autores sólo es posible hablar de dos modalidades: colocación en firme y colocación no en firme, considerando incluso que la segunda modalidad, cuando no hay prefinanciación, es un simple contrato de corretaje o de comisión mercantil¹⁹⁸.

A. Colocación en firme

Según Arias-Schreiber¹⁹⁹ el contrato de underwriting en firme es aquel por el cual una entidad financiera suscribe la totalidad o una parte de los títulos emitidos por la sociedad emisora, entregando en ese momento el monto de dicha suscripción a la sociedad emisora, quien no tendrá que preocuparse de la estrategia de colocación de dichos títulos.

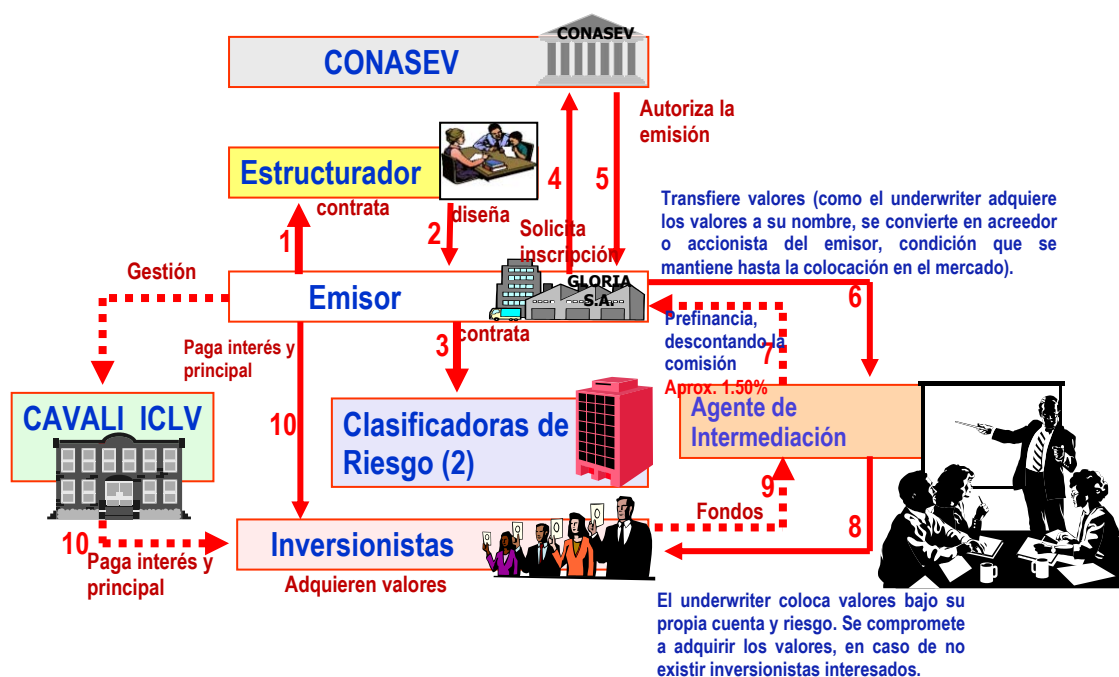
En esta modalidad el agente colocador suscribe total o parcialmente los valores del emisor, proporcionando a éste el capital requerido, para luego colocarlos en el mercado.

En el underwriting en firme, el underwriter asegura al emisor que va a recibir el dinero de la colocación, pues se compromete a adquirir los valores el mismo, en caso de no existir inversionistas interesados en estos valores. Por ello se señala que bajo esta modalidad el riesgo de la colocación se transfiere al underwriter.

Esta colocación se da cuando la entidad financiera que prefinancia la emisión de los títulos valores los adquiere para luego transferirlos a otros inversionistas. En esta modalidad el agente colocador adquiere la totalidad o parte de la emisión para luego enajenarlos a otros y asume el riesgo de la colocación. Siendo la utilidad de la colocadora la diferencia existente entre el precio de compra y el de venta. Además de que la obligación del underwriting de colocar títulos valores, surge de la finalidad de evitar que el banco retenga los títulos valores porque esto no es lo propio del underwriting. Éste busca más bien darle circulación a los títulos valores materia del contrato dentro del mercado de valores, tratando de realizar todas las operaciones de intermediación respecto de las ofertas y demanda dentro del mercado de valores. En este supuesto, la utilidad de la empresa colocadora puede residir en la comisión de colocación, así como la ganancia por la colocación a un precio diferencial positivo, en cuyo caso no sólo se beneficia con la comisión de colocación, sino con la diferencia de precio. En sentido contrario, podrá igualmente asumir el riesgo si el valor negociable baja de valor en el mercado, pues dicha diferencia no puede ser elevada a la entidad emisora. El riesgo es total para la empresa colocadora que ha asumido el riesgo de la colocación.

¹⁹⁸ Véase acápite 3.4.7 Procedimiento para la colocación de ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

¹⁹⁹ ARIAS-SCHREIBER PEZET Max – GUTIERREZ CAMACHO Walter; Obra citada, pág. 125.



En esta modalidad el financiamiento consiste en la entrega de valor de la colocación anticipada a la empresa emisora, cantidad que no tiene la calidad de préstamo sino de colocación de valor²⁰⁰.

Farina sostiene que esta modalidad²⁰¹, cuando el underwriter ha adquirido acciones se convierte en accionista de la sociedad y esta condición la mantiene, naturalmente hasta la colocación en el mercado. Asimismo, cuando se trata de obligaciones negociables el underwriter se convierte en acreedor de la emisora²⁰²; ello es así porque el contrato en firme no difiere del contrato de suscripción. La obligación de colocar los títulos en el mercado, tiene por finalidad evitar que el banco de inversión retenga los títulos, porque esto no es lo propio del negocio jurídico del underwriting.

Finalmente, se debe precisar que en la colocación en firme, la oferta que debe efectuar el underwriter puede ser abierta a todo tipo de sucriptor o bien puede pactarse que la misma esté limitada a un determinado segmento de inversionistas que reúnan las características deseadas por la empresa emisora. Este tipo de oferta restringida se presenta especialmente en el

²⁰⁰ Normalmente en un contrato bajo esta modalidad se establece una cláusula donde el underwriter se compromete a adquirir los valores materia de la oferta para su posterior reventa entre los inversionistas. En esta modalidad, como quiera que el underwriter adquirió dichos títulos a su nombre, se convertirá en acreedor o accionista según corresponda.

²⁰¹ FARINA Juan M.; Obra citada, pág. 520.

²⁰² Como quiera que el underwriter adquiere dichos títulos a su nombre, se convierte en accionista de la empresa emisora (cuando los valores adquiridos son acciones), condición que mantendrá hasta la colocación de estos en el mercado; o acreedor (si los valores que adquirió son bonos).

caso que la empresa emisora desea que sus futuros accionistas reúnan ciertas condiciones, como el no ser sus competidores.

B. Colocación no en firme

Ulises Montoya²⁰³ afirma que en esta modalidad se obliga a procurar la colocación en el mercado de los títulos, pero por cuenta y riesgo del emisor. En este caso, si no hay conjuntamente una prefinanciación, estamos ante un corretaje.

Juan Farina²⁰⁴ sostiene que en esta modalidad, el underwriter sólo prefinancia la emisión de los títulos, obligándose a procurar la colocación en el mercado con el mayor esfuerzo, pero por cuenta del emisor, quien asume los riesgos de la operación. De tal forma, la prefinanciación reviste el carácter en un mutuo comercial y la obligación de procurar la colocación adquiere la naturaleza de un mandato.

El underwriter a medida que coloca los títulos en el mercado, puede ir percibiendo parcialmente el reembolso del crédito otorgado a la emisora. La utilidad de éste surge de la diferencia entre los valores de emisión y los de colocación, en su caso, con la percepción de una comisión.

En el supuesto caso que sobren títulos en manos del underwriter que no se hayan podido colocar en el mercado dentro del plazo pactado, éstos serán devueltos a la emisora, con lo cual la financiación quedará como un préstamo a cancelar en las condiciones convenidas.

Según Arias-Schreiber²⁰⁵ el Contrato de Underwriting de mejores esfuerzos es un contrato donde el underwriter se limita a realizar sus mejores esfuerzos por colocar la emisión, sin un compromiso de adquirir los valores en caso que la emisión no sea exitosa.

El underwriter se obliga a colocar los títulos con su mayor esfuerzo dentro de un plazo, sin asumir riesgo por la operación, razón por la cual es conveniente fijar un plazo de colocación y de resultados²⁰⁶. Se puede pactar que esta colocación sea todo o nada, en este caso el emisor sólo venderá si el underwriter ha colocado toda la emisión. Es decir, el esfuerzo deberá hacerse para la colocación de toda la emisión y no permitir o acceder a la colocación parcial de los valores, hecho que puede perjudicar el precio en el mercado.

²⁰³ MONTOYA MANFREDI Ulises – MONTOYA ALBERTI Hernando; Derecho Comercial. Contratos Mercantiles. Contratos Modernos. Legislación complementaria; Tomo III; Editora Jurídica Grijley E.I.R.L., Lima 2006.

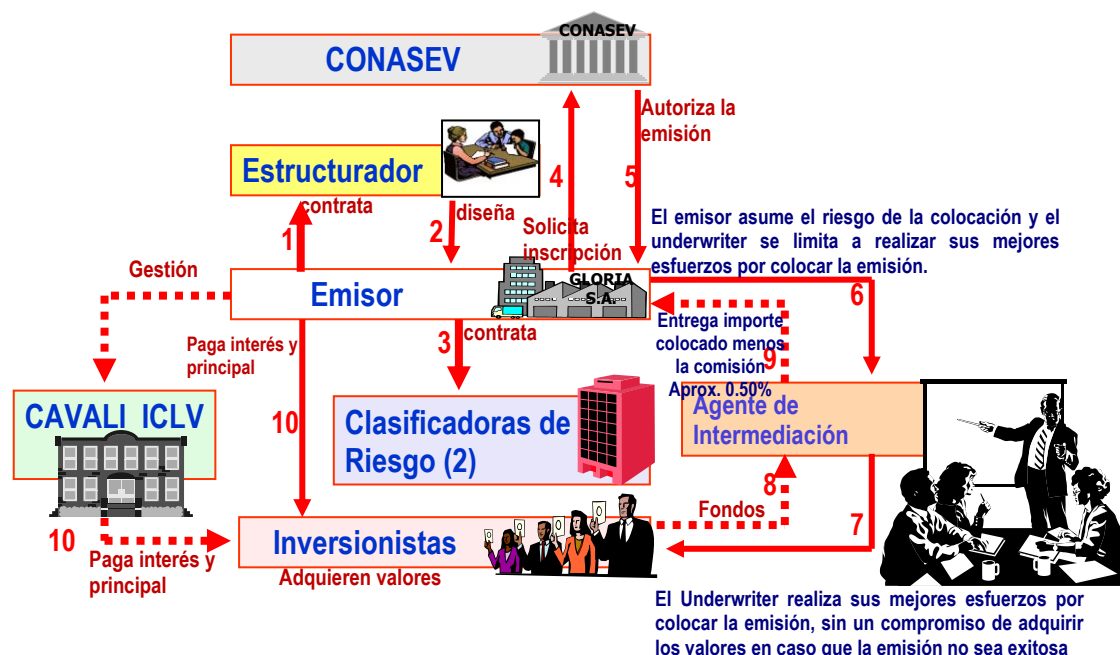
²⁰⁴ FARINA Juan M.; Obra citada, pág. 520.

²⁰⁵ ARIAS-SCHREIBER PEZET Max – GUTIERREZ CAMACHO Walter; Obra citada, pág. 125.

²⁰⁶ En un contrato bajo esta modalidad (best effort) se establece una cláusula donde el underwriter se limita a realizar sus mejores esfuerzos por colocar la emisión, sin un compromiso de adquirir los valores en caso que la emisión no sea exitosa.

En esta modalidad, la oferta que debe efectuar el underwriter puede ser abierta a todo tipo de suscriptor o bien puede pactarse que la misma esté limitada a un determinado segmento de inversionistas que reúnan las características deseadas por la empresa emisora.

Una característica esencial de esta modalidad contractual es que el emisor no tiene el conocimiento especializado en la colocación de valores por lo que encarga a una entidad concedora del mercado de capitales²⁰⁷ la transferencia de los valores, las mismas que contando con un equipo de profesionales en la materia permite efectuar una colocación mucho más exitosa y sustancialmente menos onerosa que la efectuada por el propio emisor.



Sin embargo, para otros autores, es posible hablar de hasta tres modalidades de colocación: en firme, stand by y best effort. En la colocación en Firme, tal como se expresó anteriormente, el agente de intermediación suscribe la totalidad de la emisión y después la vende entre los inversionistas. Asimismo, en el Best Effort, el agente de intermediación solo se compromete a realizar sus mejores esfuerzos para colocar la mayor cantidad de valores posible. Finalmente, la modalidad Stand By se refiere cuando la emisión no ha sido colocada en su totalidad, el agente de intermediación suscribe el remanente.

²⁰⁷ La entidad que generalmente se encarga de colocar los títulos en el mercado es un banco de inversión. La banca de inversión opera esencialmente como intermediaria entre las empresas que requieren recursos y el mercado de capitales, poniendo en contacto a los agentes superavitarios y deficitarios, estructurando un financiamiento directo.

3.4.6.5.3 El underwriting en la legislación peruana

El underwriting no está regulado específicamente en nuestro medio, no obstante que el mismo se realiza con cierta frecuencia, al momento que una empresa emisora de valores realiza una Oferta Pública Primaria de Valores Mobiliarios.

Ley de Mercado de valores, D. Leg. N° 861.

Art. 6 de la LMV: “Se considera intermediación en el mercado de valores mobiliarios la realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio”.

Artículo 194° de la LMV: “Las sociedades agentes están facultadas para efectuar las siguientes operaciones:

....

Inciso “e”: Suscribir transitoriamente parte o la totalidad de emisiones primarias de valores así como adquirir transitoriamente valores para su posterior colocación en el público;

Inciso “f”: Promover el lanzamiento de valores públicos y privados y facilitar su colocación, pudiendo estabilizar temporalmente sus precios o favorecer las condiciones de liquidez de tales valores, siempre que medie acuerdo previo con el emisor u ofertante y sujeto a las disposiciones que dicte CONASEV;

Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley N° 26702.

Artículo 221: “Las empresas del sistema financiero (entre ellas los bancos) podrán realizar las siguientes operaciones y servicios:

.....

Numeral 37: Suscribir transitoriamente primeras emisiones de valores con garantías parcial o total de su colocación.

Artículo 293: “Los bancos de inversión son sociedades anónimas que tienen por objeto promover la inversión en general, tanto en el país como en el extranjero, actuando sea como inversionistas directos, sea como intermediarios entre inversionistas y los empresarios que confronten requerimientos de capital”.

Artículo 294: “Los bancos de inversión están facultados para efectuar las siguientes operaciones y servicios:

.....

Numeral 4: Originar, estructurar, distribuir y suscribir transitoriamente, en todo o en parte emisiones primarias de valores en el mercado doméstico o externo para su posterior colocación al público, con la facultad de otorgar al emisor una garantía total o parcial de la colocación.

En el Anexo N° 04 se puede apreciar las tasas de colocación de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos durante el año 2008.

3.4.6.6 CLASIFICADORA DE RIESGO

3.4.6.6.1 Antecedentes

Gerardo Serra sostiene²⁰⁸ que los antecedentes de la clasificación de riesgo se encuentran a fines del siglo pasado en Estados Unidos con el surgimiento de algunas compañías dedicadas al análisis del comportamiento de empresas y sectores de la actividad económica, así como a la elaboración de estadísticas y estudios de factibilidad de proyectos. Las estadísticas realizadas se difundían generalmente a través de su venta por suscripción, observándose un incremento de la demanda por las mismas conforme se fueron desarrollando los mercados financieros.

La quiebra en 1970 del Penn Central Transportation Company marcó un hito importante en la historia de la clasificación de riesgo. Esta empresa se encontraba calificada como de primera clase, involucrando créditos por 80 millones de dólares al momento de la quiebra. A raíz de esta situación, los inversionistas, en la búsqueda de un uso más eficiente de las clasificaciones dentro de su proceso de toma de decisiones, comenzaron a exigir dos clasificaciones, situación que se mantuvo hasta la actualidad. Nuevamente, la necesidad de dos clasificaciones surgió del mismo mercado y no de la regulación estatal²⁰⁹.

Con posterioridad, la clasificación de riesgo fue adoptada por otros países como Canadá y Australia, como una reacción natural del desarrollo de los mercados, hacia finales de la década de los sesenta e inicios de los setenta. Luego pasó a Europa, conservando las **normas típicas de la clasificación en el mercado norteamericano: la independencia de las clasificadoras, la no obligatoriedad de la clasificación y su requerimiento por parte del propio mercado**. En Japón, comenzó un servicio de calificación de bonos en 1977.

Con relación a América Latina, la clasificación de riesgo no surgió como una reacción espontánea a las necesidades propias del mercado, sino a través de la

²⁰⁸ SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, Obra citada, páginas 501-503.

²⁰⁹ La exigencia de 2 empresas clasificadoras de riesgo como determina nuestra actual Ley del Mercado de Valores y la mayoría de legislaciones latinoamericanas, no obedece a las necesidades del mercado sino que se dio a través de la incorporación de una norma que lo hizo obligatoria.

incorporación de una norma que la hizo obligatoria. En Chile, apareció la clasificación en la segunda mitad de la década de los ochenta, en el cual el legislador establecía los procedimientos de clasificación, las metodologías y hasta la simbología a usar por parte de las clasificadoras. Posteriormente, la clasificación de riesgo se reguló en México a fines de la década de los ochenta. Pasando en los últimos años a incorporarse en las regulaciones de Argentina, Brasil, Colombia, Venezuela.

En nuestro país, la clasificación de riesgo constituyó una de las más importantes novedades introducidas por el derogado D.Leg. N° 755, estableciéndose la obligatoriedad de la clasificación de acciones y valores representativos de deuda por parte de dos clasificadoras, independientes entre sí.

3.4.6.6.2 Definición

Proceso de evaluación a partir del cual, una empresa clasificadora de riesgo expresa su opinión acerca de la calidad o riesgo de un determinado valor. La clasificación de riesgo implica un riguroso examen de la sociedad emisora, que es la empresa evaluada. No constituye una recomendación para comprar, vender o mantener dicho valor.

El proceso de clasificación se inicia cuando el emisor solicita a la empresa clasificadora de riesgo, la clasificación de sus valores. Si existe acuerdo, ambas firman el respectivo contrato.

La LMV en el artículo 269, define la empresa clasificadora de riesgo como la persona jurídica que tiene por objeto exclusivo categorizar valores. De acuerdo con el artículo 270, estas empresas, pueden constituirse bajo cualquiera de las formas permitidas por la LGS²¹⁰.

Según el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo²¹¹ en el artículo 15 denominado Clasificación Obligatoria se estipula que “Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos (2) Clasificadores, independientemente entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Es facultad de CONASEV determinar aquellos valores que por sus características califican como representativos de deuda. En tales casos dichos valores deberán ser clasificados obligatoriamente”.

3.4.6.6.3 Clasificación obligatoria y facultativa

El artículo 280 de la LMV establece que la clasificación es obligatoria cuando se trata de la emisión por oferta pública de valores representativos de deuda,

²¹⁰ El artículo 271 de la LMV, establece que corresponde a CONASEV otorgar la autorización de organización y funciones. Asimismo, debe inscribirse en el Registro de Empresas Clasificadoras de Riesgo.

²¹¹ El Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores, establece que la clasificación de riesgo sólo puede ser desarrollada por las denominadas Clasificadoras de Riesgo, cuyo control y supervisión está a cargo de CONASEV. Actualmente, operan en nuestro país las empresas clasificadoras de riesgo: APOYO Y ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, CLASS & ASOCIADOS S.A. CLASIFICADORA DE RIESGO, EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. Y CLASIFICADORA DE RIESGO PACIFIC CREDIT RATING SAC. Por otro lado, las tres agencias de rating más importantes del mundo son: Standard & Poor's, Moody's Investor Service, Fitch Ratings.

debiendo contratarse los servicios de por lo menos 2 empresas clasificadoras de riesgo, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. En los demás casos la clasificación es facultativa.

3.4.6.6.4 Criterios para la clasificación

El artículo 286 de la LMV establece que la clasificación de un valor se efectúa en función de:

- 1) La solvencia del emisor.
- 2) La variabilidad de los resultados económicos del emisor.
- 3) La probabilidad de que las obligaciones que el emisor ha puesto en circulación resulten impagas.
- 4) Las características del valor.
- 5) La liquidez del valor.
- 6) La información disponible a los fines de la clasificación.
- 7) Los demás criterios que, de manera general, determine CONASEV.

3.4.6.6.5 Fases de la clasificación de riesgo

Las clasificaciones son realizadas por empresas clasificadoras de riesgo independientes que usan una metodología que a grandes rasgos se divide en tres fases:

- a) Una clasificación preliminar, que tiene por objeto estimar la capacidad de pago del emisor mediante el análisis financiero y comparativo:
 - Características de la industria.
 - Posición de la empresa dentro de su rubro.
 - Indicadores de la situación financiera del emisor.
- b) El análisis de la calidad de las garantías.
- c) La clasificación final del valor, que combina la clasificación preliminar con el resultado del análisis de las características del bono.

3.4.6.6.6 Categorías de riesgo

El análisis de la capacidad de pago de la empresa emisora de obligaciones, se resume en una clasificación de riesgo que se expresa mediante una simbología con significados determinados²¹².

Los símbolos corresponden a las diversas categorías que la Circular establece, tales como:

²¹² La categoría de riesgo se expresa a través de una simbología establecida por CONASEV mediante la Circular N° 008-95-EF/94.40.0 del 6.03.1995.

Categorías	Símbolo
Mejor	I
Buena	II
Regular	III
Menor	IV
Alto Riesgo	V

Dentro de cada categoría, se asignan letras, distinguiéndose según las clases de títulos, las mismas que expresarán el nivel de riesgo, que se traduce en la capacidad de pago de la empresa emisora²¹³.

CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, puede exceptuar en todo o en parte del cumplimiento de los requisitos establecidos respecto de determinadas categorías de colocaciones. A tal fin, toma en cuenta la naturaleza del emisor, los valores a emitirse, la cuantía de la emisión, el número de los inversionistas a los que ésta va dirigida, las especiales características que revistan u otras circunstancias que estime justificadas.

Es así, que CONASEV, a través de Resolución CONASEV N° 059-2001-EF/94.10, del 31/10/2001, modificó el Reglamento de Oferta Pública Primaria, a efectos de flexibilizar los requerimientos de inscripción para los instrumentos de corto plazo de Entidades Calificadas²¹⁴. Al emisor que cuente con uno o más valores inscritos en el Registro Público por un período de dos años o más, que no haya sido objeto de imposición de sanciones, distintas a la amonestación, en los doce últimos meses, por faltas cometidas en relación con sus obligaciones de revelación de información a dicho Registro y cuando corresponda, no cuente con valores que hubieren obtenido, durante el último de los períodos mencionados, una categoría de riesgo que implique una falta de presentación de información suficiente a la empresa clasificadora.

De esta manera se redujo de 30 a 15 días el plazo máximo del que esta Comisión Nacional dispone para la inscripción de dichos valores en su Registro. Asimismo, se dispuso que la entrega física del prospecto informativo especial a los potenciales inversionistas pueda ser sustituida por su publicación en un diario de circulación nacional.

Mediante la sexta Disposición Transitoria y Final sobre Promoción del Desarrollo del Mercado de valores, de la Ley N° 27649 (23.01.2002)²¹⁵, se dispuso que mediante Decreto Supremo refrendado por el Ministerio de Economía y Finanzas, se podrían establecer excepciones a los requisitos de inscripción del valor y registro del prospecto en el RPMV, la obligación de contar con un agente colocador, entidad estructuradora o en su caso de representante de obligacionistas,

²¹³ Véase el acápite 5.1 sobre el financiamiento y el riesgo de incumplimiento.

²¹⁴ REVISTA IBEROAMERICANA DE MERCADOS DE VALORES, El Mercado de valores como Fuente Alternativa de Financiamiento para la Pequeña y Mediana Empresa en el Perú; julio 2002, página 19.

²¹⁵ Ley que modifica la Ley del Mercado de Valores.

en los supuestos en que el plazo de emisión sea corto o el monto de la emisión no sea elevado o según el tipo de valor de que se trate o las características del emisor o las naturalezas de las garantías que se establezcan u otras circunstancias similares, siempre que tales requerimientos resulten innecesarios o impongan costos injustificados al financiamiento vía la oferta de valores²¹⁶.

En el cuadro siguiente se puede apreciar los resultados de la calificación de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos durante el año 2008.

Cuadro N° 08: Clasificación de riesgo de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú 2008

Emisor / Mes	Emisión	CLASIFICACIÓN DE RIESGO				MONTO COLOCADO		PLAZO
		APOYO	PCR	CLASS	EQUILIBRIUM	Mill. US\$	Mill. S/.	AÑOS / DIAS
Enero								
Edelnor S.A.A.	3er.P 3ra.A		pAAA	AAA			30.00	5 años
Edegel S.A.A.	3er.P 8va.A	AAA(pe)	pAAA	CLA-2	EQL2	10.00		20 años
Febrero								
Edelnor S.A.A.	3er. P 4ta.A		pAAA	AAA			20.00	3 años
Edelnor S.A.A.	3er. P 5ta.A		pAAA	AAA			20.00	5 años
Marzo								
Banco de Crédito del Perú	2do. P 1ra.B	AAA(pe)			AAA		125.00	7 años
Edegel S.A.A.	3er. P 9na.A	AAA(pe)	pAAA				28.30	6 años
Ferreyros S.A.A.	1er. P 1ra B	A+(pe)	pA+			15.00		3 años
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 14ta.B	AAA(pe)		AAA			34.04	3 años
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 36ta B	AAA(pe)		AAA			50.00	10 años
Abril								
Cofide	2do. P 7ma.C	AAA (pe)		AAA			10.00	4 años
Cofide	2do. P 8va.B	AAA (pe)		AAA			10.00	10 años
Cofide	2do. P 9na.A	AAA (pe)		AAA			16.87	3 años
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 14ta.C	AAA (pe)		AAA			45.00	3 años
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 16ta.B	AAA (pe)		AAA			30.00	5 años
Banco de Crédito del Perú	2do. P 2da.A	AAA(pe)			AAA		85.00	3 años
Scotiabank Peru S.A.	1er. P 1ra.A	AA+ (pe)			AA+.pe		100.00	5 años
Corporación José R. Lindley	1er. P 1ra.Única	AA-(pe)	AA				81.69	10 años
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 19na.B	AAA (pe)		AAA			49.00	20 años
Edyficar	1er. P 2da.Única	AA-(pe)		AA-			30.00	3 años
Yura	2do. P 1ra.B			AA	AA+		50.00	7 años
BBVA Banco Continental	3er. P 7ma.Única	AAA (pe)	pAAA		AAA		60.00	10 años
Mayo								
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 37ma.A	AAA (pe)		AAA			48.00	20 años
cementos lima S.A.	1er. P 4ta.Única	AA+(pe)		AAA			60.00	5 años
Scotiabank Peru S.A.	1er. P 3ra.A	AA+ (pe)			AA+.pe		150.00	5 años
Junio								
Luz del Sur	1er. P 13ra. A		pAAA	AAA			70.80	7 años
Enersur	1er. P 3ra.Única	AAA (pe)			AAA.pe	10.00		20 años
Enersur	1er. P 2da.Única	AAA (pe)			AAA.pe		84.11	10 años
Banco de Crédito del Perú	2do. P 3ra.A	AAA (pe)			AAA.pe		150.00	10 años
Edelnor S.A.A.	3er. P 6ta.A		pAAA	AAA			25.00	6 años
Edelnor S.A.A.	3er. P 7ma.A		pAAA	AAA			25.00	8 años
Mibanco	2do. P 1ra.B		pAA	AA			30.00	3 años

²¹⁶ Esta disposición tiene su antecedente en la **LMV de España** (artículo 30), ya que establece que el gobierno puede exceptuar, total o parcialmente, del cumplimiento de los requisitos de determinadas categorías de emisiones, en función de la naturaleza del emisor, de la pequeña cuantía de la emisión, del número restringido o de las especiales características de los inversores a la que ésta vaya dirigida o de otras circunstancias que hagan aconsejable establecer excepciones a los mismos. Sin embargo, esta norma resulta preocupante ya que los criterios para establecer las situaciones de excepción deben estar expresamente establecidos en una norma y no surja alguna duda frente a la excepción señalada y ésta se considere como tal.

Julio								
Banco de Crédito del Perú	2do. P 3ra. B	AAA (pe)			AAA.pe	50.00	10 años	
Edelnor S.A.A.	3er. P 4ta. B		pAAA	AAA		20.00	3 años	
Edelnor S.A.A.	3er. P 8va.A		pAAA	AAA		30.00	5 años	
Banco Ripley	2do. P 3ra.A	AA- (pe)		AA-		30.00	2,5 años	
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 19na.C					20.00	20 años	
Corporación José R. Lindley	1er. P 2da.A	AA- (pe)	pAA			56.72	10 años	
Agosto								
Banco Ripley	2do. P 3ra.B	AA- (pe)		AA-		50.00	2.5 años	
Setiembre								
Banco Ripley	2do. P 3ra.C	A+ (pe)		AA-		20.05	2,5 años	
Ferreyros S.A.A.	1er. P 1ra.C	A+ (pe)	pA+			7.50	3 años	
Palmas del espino S.A.	1er. P 5ta.A		pAA		AA.pe	16.86	3 años	
Noviembre								
Edegel S.A.A.	3er. P 10ma.A	AAA (pe)	pAAA			9.72	6 años	
Diciembre								
Edelnor S.A.A.	3er. P 9na.A		pAAA	AAA		13.00	4 años	
Edelnor S.A.A.	3er. P 10ma.A		pAAA	AAA		15.47	3 años	
Banco Financiero	2do. P 4ta.A		AA+	AA	AA-.pe	5.65	10 años	
Ferreyros S.A.A.	1er. P 6ta.A	A+ (pe)	pA+			10.50	3 años	

Nota: Los montos en Nuevos Soles son expresados en dólares al tipo de cambio promedio del mercado libre del día, publicado por la Bolsa de Valores de Lima, correspondiente a la fecha en que se realizó la colocación.

Fuente: Dirección de Emisores y Dirección de Patrimonios Autónomos - CONASEV.

3.4.6.7 ENTE REGULADOR

La regulación del mercado de valores por parte del Estado está a cargo de CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores). A diferencia de algunos otros países, el ente regulador en nuestro país está especializado únicamente en el mercado bursátil y no tiene participación en la supervisión de otros mercados como el bancario o el de seguros.

CONASEV es una institución pública del Sector Economía cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por la transparencia, la correcta formación de precios y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para la adopción de las decisiones financieras relativas a los valores y la igualdad de trato a todos ellos. Asimismo, se encarga de dictar las normas que regulan el mercado de valores, así como de supervisar y controlar las diferentes instituciones que participan en dicho mercado.

3.4.6.8 CAVALI ICLV

Gerardo Serra²¹⁷ sostiene que la organización de sistemas de compensación y liquidación de valores en los distintos mercados busca evitar el manejo físico de los valores que tendría que darse después de realizada una operación, es decir, el necesario desplazamiento físico de los valores entre las partes para efectivizar la liquidación. La razón de ello se plasma en tres objetivos: evitar los riesgos que esta forma de operar conlleva como, por ejemplo, las pérdidas de los valores, el reducir los costos de transacciones así como eliminar el alto grado de ineficiencia que implica los desplazamientos físicos ante importantes volúmenes de negociación. En

²¹⁷ SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, Obra citada, página 492.

este contexto, se idearon dos tipos de soluciones en los mercados de valores extranjeros: a) la inmovilización de los valores a través de la creación de un sistema de depósito centralizado y automatizado; b) la desmaterialización de los valores a fin que estos se registren mediante anotaciones en cuenta en un registro contable. Así, las ICLV pueden operar bajo cualquiera de estas dos modalidades.

Conforme al artículo 223 de la LMV, las ICLV son sociedades anónimas que tienen por objeto principal el registro, custodia, compensación y liquidación de valores, e instrumentos derivados autorizados por CONASEV; así como instrumentos de emisión no masiva.

Dentro de las funciones que la LMV asigna a las ICLV, se tienen a las siguientes:

1. Llevar el registro contable (artículo 212 de la LMV).
2. Registrar valores no inscritos en bolsa.
3. Efectuar la transferencia, compensación y liquidación de valores que se deriven de la negociación de éstos en las bolsas.
4. Expedir certificaciones de los actos que realicen en el ejercicio de sus funciones, sólo a solicitud de una de las partes intervinientes o por mandato judicial.
5. Administrar el fondo de liquidación.
6. Velar porque la información de sus registros sea consistente con la que mantengan los participantes, las bolsas u otras entidades encargadas de mecanismos centralizados y los emisores.
7. Velar porque los participantes cumplan con las normas relativas a la compensación y liquidación y las establecidas en sus reglamentos internos.
8. Proporcionar a los emisores la información concerniente a las transferencias de los valores.
9. Administrar los márgenes asociados a las operaciones que se liquiden en ellas.

En ese sentido, CAVALI ICLV es una sociedad anónima, cuya finalidad es registrar valores que han sido convertidos en registros computarizados o anotaciones en cuenta (desmaterializados) y realizar la liquidación de operaciones efectuadas en la Bolsa de Valores de Lima. En síntesis, trata de recibir los valores del vendedor y el dinero del comprador, y entregar los valores al comprador y el dinero al vendedor.

3.4.7 PROCEDIMIENTO PARA LA COLOCACIÓN DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

El proceso de colocación de bonos corporativos se da cuando los agentes deficitarios requieren fondos para financiar sus proyectos de inversión y no les resulta conveniente o suficiente tomarlos del sistema bancario, entonces recurren a la emisión de valores mobiliarios y captan así los recursos necesarios directamente de los agentes superavitarios.

Los bonos corporativos son colocados a través de los bancos de inversión. Un banco de inversión²¹⁸ es el intermediario directo entre la empresa emisora y el inversionista que desea adquirir valores ofertados. El banco de inversión no sólo realiza la oferta de títulos de empresas a inversionistas directos, sino que realiza un proceso especializado de asesoría integral, que va desde la definición del tipo de instrumento más conveniente para la empresa emisora, hasta el servicio post-venta, que busca que el título emitido posea liquidez en el mercado y cobertura de información en forma permanente.

El artículo 294 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley N° 26702 establece que los bancos de inversión están facultados para efectuar las siguientes operaciones y servicios:

Numeral 4: Originar, estructurar, distribuir y suscribir transitoriamente, en todo o en parte emisiones primarias de valores en el mercado doméstico o externo para su posterior colocación al público, con la facultad de otorgar al emisor una garantía total o parcial de la colocación.

La responsabilidad fundamental de un banco de inversión consiste en asesorar al agente deficitario o emisor y determinar el financiamiento más adecuado a sus necesidades.

El procedimiento para colocación de ofertas públicas primarias bonos corporativos, contempla los **pasos** siguientes:

1. El emisor luego de tomar la decisión de realizar una Oferta Pública Primaria de bonos corporativos, debe contratar los servicios de una entidad estructuradora.
2. El estructurador se encarga de diseñar la emisión o programa de emisión de los bonos corporativos. Este diseño implica realizar un análisis financiero, de sensibilidad y riesgos del mercado y del emisor; definir la estructura de la emisión (montos, plazos, amortizaciones, tasas, entre otras características); brindar asesoría en la elaboración de las Actas de Junta de Accionistas, contrato de colocación, minuta de emisión, solicitud para CONASEV, etc. Las sociedades agentes de bolsa, los bancos o cualquier otra entidad que determine CONASEV, *incluso el mismo emisor, puede actuar como estructurador.*
3. Como el emisor ofrece bonos corporativos, de acuerdo con la actual LMV, debe contratar los servicios de por lo menos dos (2) empresas clasificadoras de riesgo independientes entre sí para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores. Como parte de su labor, la clasificadora se encarga de realizar el análisis financiero del emisor y de la emisión (calce de plazos, endeudamiento económico, estrategia empresarial, perspectivas del negocio, posicionamiento en el mercado, etc.). Concluido su análisis emite una opinión, expresada en categorías, sobre la capacidad del emisor para cumplir

²¹⁸ LÓPEZ Rafael – SOUSA Lorenzo, Obra citada, página 29.

o no sus obligaciones (con los inversionistas) en las condiciones y plazos establecidos en el contrato de emisión²¹⁹.

4. Una vez estructurada la emisión, la empresa emisora remite a CONASEV la información y documentación solicitando su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).
El artículo 18 de la LMV, establece que la inscripción de un valor o de un programa de emisión de valores en el RPMV se debe presentar a CONASEV con los documentos donde conste sus características, las del emisor y en su caso, los derechos y obligaciones de sus titulares²²⁰.
5. CONASEV revisa el expediente y si este cumple con todos los requisitos autoriza la inscripción de la emisión en el RPMV²²¹.
6. Una vez autorizada la inscripción, el emisor transfiere los valores al agente de intermediación.
7. El agente de intermediación -que también puede actuar como estructurador- prefinancia al emisor, cuando se trata de la colocación en firme.
8. El agente de intermediación coloca o vende los valores a los inversionistas (individuales e institucionales). La colocación puede hacerse bajo las modalidades de underwriting en firme y no en firme. La característica esencial del contrato de underwriting es que se contrae a valores de emisión primaria. La finalidad del underwriting para el agente de intermediación es obtener la mayor ganancia al comprar y vender, los valores emitidos por una empresa y para el emisor permite tener acceso al mercado de capitales con el fin de satisfacer sus necesidades de financiamiento, de una manera rápida y segura.

Según Arias-Schreiber²²² el contrato de underwriting en firme es aquel por el cual una entidad financiera suscribe la totalidad o una parte de los títulos emitidos por la sociedad emisora, entregando en ese momento el monto de dicha suscripción a la sociedad emisora, quien no tendrá que preocuparse de la estrategia de colocación de dichos títulos. Farina sostiene que esta

²¹⁹ El análisis de la capacidad de pago de la empresa emisora de obligaciones, se resume en una clasificación de riesgo que se expresa mediante una simbología con significados determinados establecida por CONASEV.

²²⁰ La realización de una oferta pública de venta de valores en Perú por parte de una empresa, debe cumplir determinados requisitos establecidos en el artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores. Para la inscripción de un valor que será objeto de oferta pública primaria en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), el emisor deberá presentar a CONASEV lo siguiente: comunicación del representante legal de emisor a CONASEV, documentos referentes al acuerdo de emisión, el proyecto de prospecto informativo sobre la emisión, estados financieros auditados del emisor, clasificación de Riesgo.

²²¹ Es importante señalar que de acuerdo con el artículo 22 de la LMV, la inscripción de un valor en el RPMV no implica la certificación sobre su bondad, la solvencia del emisor, ni sobre los riesgos del valor o de la oferta. En consecuencia CONASEV no está autorizada para analizar los valores materia de oferta pública, ni opinar sobre la misma, su labor se limita en este aspecto, únicamente a observar el cumplimiento de las normas sobre inscripción en el RPMV y la divulgación de hechos de importancia.

²²² ARIAS-SCHREIBER PEZET Max – GUTIERREZ CAMACHO Walter, Obra citada, pág. 125.

modalidad²²³, cuando el underwriter ha adquirido obligaciones negociables éste se convierte en acreedor de la emisora²²⁴.

Ulises Montoya²²⁵ afirma que en la colocación no en firme el agente de intermediación procura la colocación en el mercado de los títulos, pero por cuenta y riesgo del emisor. En este caso, si no hay conjuntamente una prefinanciación, estamos ante un corretaje. Juan Farina sostiene que en esta modalidad, el underwriter sólo prefinancia la emisión de los títulos, obligándose a procurar la colocación en el mercado con el mayor esfuerzo, pero por cuenta del emisor, quien asume los riesgos de la operación. De tal forma, la prefinanciación reviste el carácter en un mutuo comercial y la obligación de procurar la colocación adquiere la naturaleza de un mandato.

9. Los inversionistas, sean individuales o institucionales, adquieren los bonos corporativos y el agente de intermediación recibe los fondos producto de la venta de los valores²²⁶.
10. El emisor procede al pago de los intereses y del principal de acuerdo con la periodicidad y condiciones establecidas en el prospecto informativo. Dichos pagos los puede realizar directamente o a través de CAVALI²²⁷.

3.4.8 EXTINCIÓN DEL BONO

3.4.8.1 Rescate de los bonos

El rescate de los bonos se refiere al pago anticipado, previo acuerdo con los obligacionistas.

El artículo 330 de la LGS enumera las formas mediante las cuales, el emisor puede retirar de circulación o rescatar los bonos emitidos, a efectos de amortizarlos. Las formas previstas en este artículo son:

1. Por pago anticipado, de conformidad con los términos de la escritura pública de emisión.

²²³ FARINA Juan M., Obra citada, pág. 520.

²²⁴ De acuerdo con lo afirmado anteriormente, cuando se trata de emisión de acciones, como quiera que el agente de intermediación adquiere dichos valores a su nombre, se convierte en accionista de la empresa emisora, condición que mantendrá hasta la colocación de estos en el mercado.

²²⁵ MONTOYA MANFREDI Ulises – MONTOYA ALBERTI Ulises – MONTOYA ALBERTI Hernando, Obra citada, Lima 2005.

²²⁶ En nuestro país, los principales demandantes de bonos corporativos son los inversionistas institucionales como las AFPs y las Empresas de Seguros.

²²⁷ Luego de que los bonos corporativos fueron colocados en el mercado, la empresa emisora debe pagar en forma periódica los cupones (intereses) y al vencimiento devolver el valor nominal del bono. En caso de incumplir con los pagos establecidos, el representante de los obligacionistas es el llamado a cautelar los intereses de éstos ante cualquier incumplimiento por parte del emisor. CAVALI ICLV se encarga de recibir los valores del vendedor y el dinero del comprador, y entregar los valores al comprador y el dinero al vendedor.

2. Por oferta dirigida a todos los obligacionistas o a aquellos de una determinada serie.
3. En cumplimiento de convenios celebrados con el sindicato de obligacionistas.
4. Por adquisición en bolsa.
5. Por conversión en acciones, de acuerdo con los titulares de las obligaciones o de conformidad con la escritura pública de emisión.

Por su parte el artículo 89 de la LMV dispone que si en la oferta pública se hubiere previsto el rescate anticipado de los bonos, el procedimiento debe proveer un trato equitativo en esa materia para todos los obligacionistas.

3.4.8.2 Vencimiento del plazo

El vencimiento del plazo es la fecha en que se hace exigible la obligación (el bono), facultando al acreedor para exigir su cumplimiento o pago. Cuando se vence el plazo de vigencia de las obligaciones, debe redimirse el valor, es decir, debe pagarse su valor nominal y los intereses que pudieran corresponder.

El artículo 329 de la LGS establece que la sociedad emisora debe satisfacer el importe las obligaciones en los plazos convenidos, con las primas y ventajas que se hubiesen estipulado en la escritura pública de emisión.

Asimismo, está obligada a celebrar los sorteos periódicos, dentro de los plazos y en la forma prevista en la escritura pública de emisión, con intervención del representante de los obligacionistas y en presencia de notario, quien extenderá el acta correspondiente.

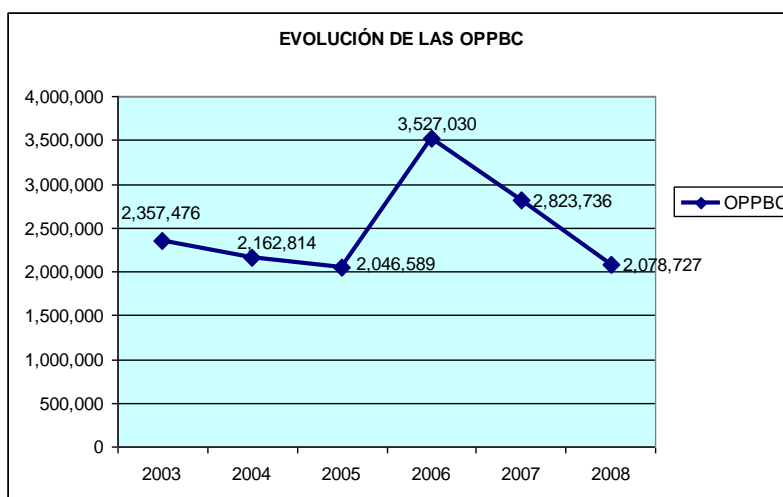
El cumplimiento de estas obligaciones determina la caducidad del plazo de la emisión y autoriza a los obligacionistas a reclamar el reembolso de las obligaciones y de los intereses.

3.5 COLOCACIÓN ANUAL DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

3.5.1 EVOLUCIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

En la siguiente gráfica se representa la evolución de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos (OPPBC) en el Perú durante los años 2003-2008. Se puede apreciar que en los dos últimos años hay una disminución del monto total colocado en soles en nuestro mercado. Es así que en el año 2006 el monto total colocado (expresado en soles) fue de 3,527,030 mientras que el año 2008 solamente se colocó 2,078,727²²⁸.

²²⁸ Véase acápite 3.2.2 Ofertas públicas primarias de valores y producto bruto interno.



En el cuadro N° 09, se puede apreciar las ofertas públicas primarias de bonos corporativos realizadas durante los años 2003-2008. Se puede observar que en dicho período, son 48 las empresas que colocaron bonos corporativos en nuestro país, las cuales realizaron en total 131 emisiones. De estas 48 empresas, 04 son medianas empresas y el resto grandes empresas.

Asimismo, se puede notar que desde el año 2004 al 2007 los montos colocados en soles se incrementaron de 871,160 soles a 1,823,040 soles. En el año 2008 el monto colocado en dólares a través de bonos corporativos fue de US\$ 85,229 dólares.

El menor monto colocado en soles a través de ofertas públicas primarias de bonos corporativos fue de S/. 17 millones por la empresa Financiera Cordillera S.A.. De igual forma, el menor monto colocado en dólares fue de US\$ 3 millones por Gloria S.A. en el año 2003 y por la Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A. durante los años 2005 y 2006. Por otro lado, el mayor monto colocado durante el período 2003-2008 fue de 596 millones de soles por Telefónica del Perú.

Cabe precisar que sólo 8 empresas emitieron montos inferiores a 10 millones de dólares. El menor monto colocado en el mercado a través de bonos corporativos fue de 3 millones de dólares por Gloria S.A. en el año 2004 y Cia Industrial Textil Credisa por 3 millones de dólares en los años 2005 y 2006. Igualmente, el mayor monto colocado en el mercado fue de 596 millones de soles por Telefónica.

Cuadro N° 09: Colocación Anual de Bonos Corporativos por emisor y tipo de monedas 2003- 2008
(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
- B. CORPORATIVOS	395,847	1,169,935	430,551	871,160	296,098	1,158,295	478,000	2,093,030	192,507	2,246,215	85,229	1,823,040
Alicorp S.A.A.	5,000	-	5,000	-	-	-	-	-	-	63,700	-	-
Banco de Crédito del Perú	-	-	-	20,000	-	120,000	-	151,000	-	150,000	-	410,000
Banco Financiero del Perú	-	-	-	100,800	-	-	-	-	-	-	5,650	-
Banco Ripley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100,050
BBVA Banco Continental	-	-	48,840	-	-	70,000	-	130,000	48,502	40,000	-	60,000
Cementos Lima S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	160,000	-	60,000
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Citibank del Perú S.A.	-	-	-	-	-	-	10,000	100,000	-	-	-	-
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	-	-	4,000	-	3,000	-	3,000	-	-	-	-	-
Compañía Minera Atacocha S.A.	-	-	10,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Consorcio Transmantaro S.A.	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporación Andina de Fomento -CAF	-	-	-	-	-	-	-	248,400	-	-	-	-
Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	-	-	-	-	-	50,000	-	193,600	-	60,000	-	36,870
Corporación Financiera Internacional - IFC	-	-	-	50,000	-	100,000	-	-	-	-	-	-
Corporación José R. Lindley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	138,410
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	40,000	-	-	-	75,000	113,890	-	-	-	-	-	-
Edegel S.A.A.	-	250,000	20,000	50,000	20,000	153,070	-	80,000	8,000	195,000	19,720	28,300
Edelnor S.A.A.	-	40,000	-	150,000	-	60,000	-	168,450	-	150,000	-	198,465
Edyficar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25,000	-	30,000
Electroandres S.A.	70,000	104,460	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	-	-	-	-	32,000	-	-	-	-	-	-	-
Enersur	-	-	-	-	-	-	-	-	-	120,700	10,000	84,105
Ferreyros S.A.A.	15,000	-	15,000	-	25,000	-	10,000	-	40,000	-	33,000	-
Financiera Cordillera S.A.	-	-	-	-	5,000	17,105	5,000	48,390	-	-	-	-
Gloria S.A.	3,000	52,125	-	35,000	-	122,000	-	40,000	-	240,000	-	-
Graña Y Montero S.A.A.	-	-	7,711	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Luz del Sur S.A.A.	-	173,970	-	138,760	-	85,020	-	167,060	-	154,050	-	70,800
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	-	30,000	-	-	-	-	-	-	10,000	60,000	-	30,000
Minera Barrick Misquichilca S.A.	-	-	-	-	50,000	-	50,000	-	-	-	-	-
Minera Yanacocha S.R.L.	-	-	-	-	-	-	100,000	-	-	-	-	-
Palmas del Espino	-	-	-	-	-	-	-	-	-	88,500	16,859	-
Pluspetrol Camisea S.A.	-	-	-	-	-	-	150,000	-	-	-	-	-
Pluspetrol Norte S.A.	-	-	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Quimpac S.A.	-	-	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ransa Comercial S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	7,000	-	-	-
Red de Energía del Perú S.A.	30,000	69,540	50,000	-	-	-	-	-	60,000	-	-	-
Saga Falabella S.A.	-	-	-	-	-	-	-	90,000	-	25,000	-	-
Scotiabank Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56,660	-	250,000
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	-	-	-	-	-	-	90,000	-	-	-	-	-
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	-	55,000	-	30,000	-	-	-	-	-	-	-	-
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Supermercados Peruanos S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	19,005	21,540	-	-
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847	273,190	-	60,000	-	238,250	-	404,130	-	596,065	-	276,040
Telefónica Móviles S.A.	-	-	-	-	-	-	60,000	272,000	-	-	-	-
Transportadora de Gas del Perú S.A.	-	-	200,000	236,600	71,098	28,960	-	-	-	-	-	-
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	25,000	87,050	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Universidad San Martín de Porres	-	-	-	-	15,000	-	-	-	-	-	-	-
Yura S.A.	-	34,600	-	-	-	-	-	-	-	40,000	-	50,000

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

En los anexos N° 04 y N° 05 se presenta las colocaciones de ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú, correspondiente al período 1991-2002.

A continuación se presenta la evolución de los nuevos emisores de bonos corporativos 1995-2005:

Cuadro Nº 10: Nuevos Emisores No Financieros en el Mercado de Capitales	
1995	1996
1. Bakelita y Anexos	1. Cema comunicaciones
2. Carbolan	2. ELECTROSUR
3. Cía Cervecera del sur del Perú	3. Electro Sur Este
4. Cía de Minas Buenaventura	4. Fima
5. Cía Minera Poderosa	5. Gloria
6. Alicorp	6. Graña y Montero Edificaciones (GME)
7. Consorcio Textil del Pacífico	7. Pesquera Austral
8. Corporación Sagitario	8. Promotora Club Empresarial
9. D'ónofrio	9. Telefónica del Perú
10. EDELNOR	10. Universal Textil
11. Industrias Pacocha	1998
12. Luz del Sur	1. Corporación Financiera de Inversiones
13. Panamericana Televisión	2. Egenor
1997	1999
1. Cementos Lima	1. Corporación Financiera de Desarrollo
2. Cementos Yura	2. Edegel
3. Centros Comerciales del Perú	3. Procacao
4. Consorcio Inmobiliario Los Portales	4. Siderperu
5. Graña y Montero	2001
6. SIPESA	1. Consorcio Agua Azul
7. Inversiones Centenario	2. Consorcio Transmantaro
8. Medifarma	3. E. Wong
9. Ransa Comercial	2002
10. Southern Peru Limited	1. Southern Cone Power Perú
11. U.C.P Backus y Johnston	2. Palmas del Espino
2003	2005
1. Red de Energía del Perú	1. Refinería La Pampilla
2. Electroandes	2. Pesquera Exaltar
2004	3. Corporación Miski
1. Aguaytía Energy Group	4. Nissan Maquinarias
2. Creditex	5. Minera Barrick Misquichilka
3. Transportadora de Gas del Perú	6. Cineplex
4. Pluspetrol Norte	7. Universidad San Martín de Porres
5. Compañía Minera Atacocha	8. Duke Energy Egenor
6. Supermercados Peruanos	9. Cahua

Fuente: Memoria Anual CONASEV - 2006

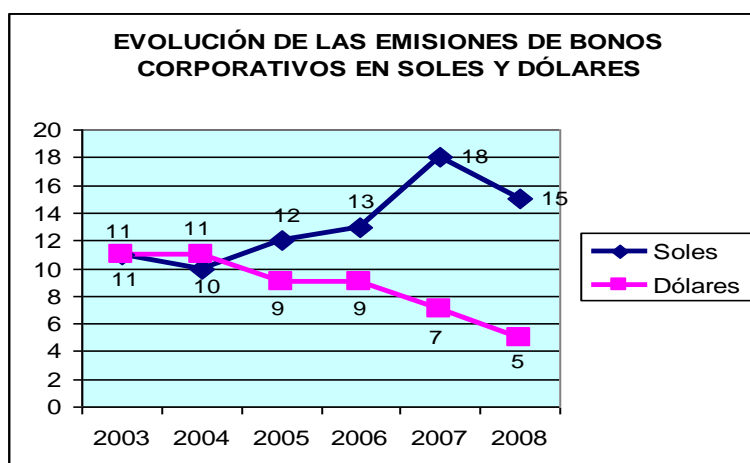
3.5.2 NÚMERO DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS POR EMPRESA 2003-2008

A continuación se puede observar el número de emisiones de bonos corporativos por años, en dólares y soles durante el período 2003-2008:

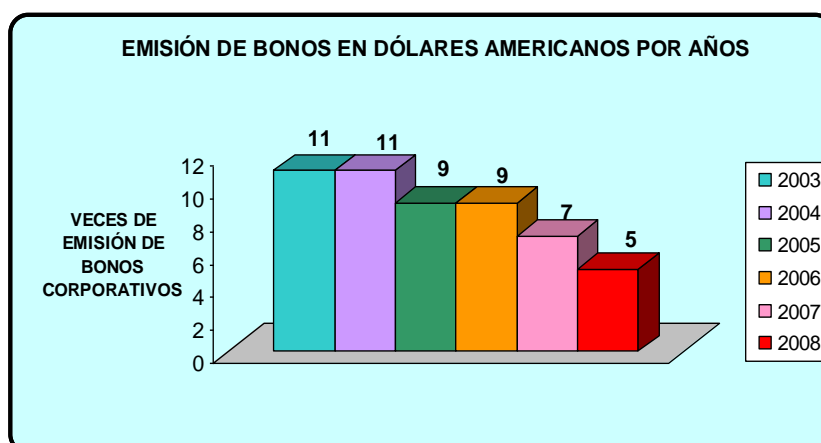
Cuadro Nº 11: Número de ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú durante el período 2003- 2008

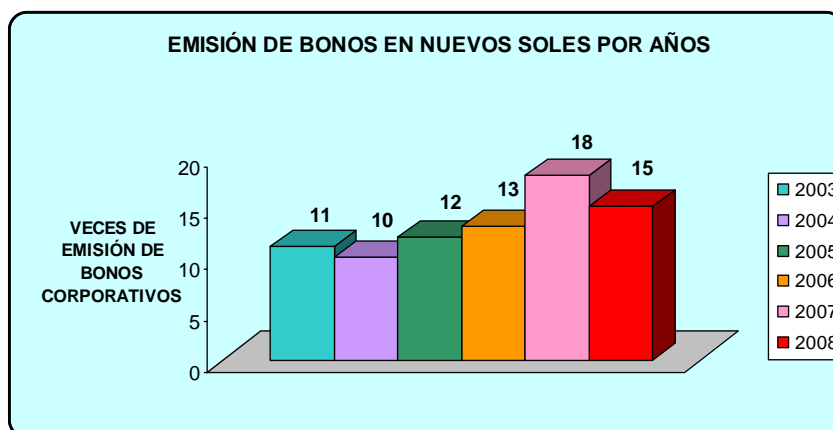
2003		2004		2005		2006		2007		2008		TOTAL
Dólares	Soles	Dólares	Soles	Dólares	Soles	Dólares	Soles	Dólares	Soles	Dólares	Soles	
11	11	11	10	9	12	9	13	7	18	5	15	131

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008



Durante el período 2003-2008 se realizaron 131 emisiones de bonos corporativos en nuestro país. Asimismo, se puede apreciar que a partir del año 2005 al 2008 las empresas prefirieron endeudarse en soles en lugar de dólares, ya que en estos años el número de ofertas públicas primarias de bonos corporativos en soles es ampliamente superior a las emisiones en dólares, lo cual demuestra una mayor confianza de los emisores en la moneda nacional.





Cuadro Nº 12: Número de ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú durante el período 2003-2008

EMISOR	Número de emisiones por empresa 2003-2008		TOTAL
	En dólares US\$	En soles S/.	
Alicorp S.A.A.	2	1	3
Banco de Crédito del Perú	0	5	5
Banco Financiero del Perú	1	1	2
Banco Ripley	0	1	1
BBVA Banco Continental	2	4	6
Cementos Lima S.A.	0	2	2
Cementos Pacasmayo S.A.A.	1	0	1
Citibank del Perú S.A.	1	1	2
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	3	0	3
Compañía Minera Atacocha S.A.	1	0	1
Consortio Transmantaro S.A.	1	0	1
Corporación Andina de Fomento -CAF	0	1	1
Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	0	4	4
Corporación Financiera Internacional - IFC	0	2	2
Corporación José R. Lindley	0	1	1
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	2	1	3
Edegel S.A.A.	4	6	10
Edelnor S.A.A.	0	6	6
Edyficar	0	2	2
Electroandes S.A.	1	1	2
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	1	0	1
Enersur	1	2	3
Ferreyros S.A.A.	6	0	6
Financiera Cordillera S.A.	2	2	4
Gloria S.A.	1	5	6
Graña y Montero S.A.A	1	0	1
Luz del Sur S.A.A.	0	6	6
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	1	3	4
Minera Barrick Misquichilca S.A.	2	0	2
Minera Yanacocha S.R.L.	1	0	1
Palmas del Espino	1	1	2
Pluspetrol Camisea S.A.	1	0	1
Pluspetrol Norte S.A.	1	0	1
Quimpac S.A.	1	0	1
Ransa Comercial S.A.	1	0	1
Red de Energía del Perú S.A.	3	1	4
Saga Falabella S.A.	2	0	2
Scotiabank Perú	0	2	2
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	1	0	1

Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	0	2	2
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	1	0	1
Supermercados Peruanos S.A.	1	1	2
Telefónica del Perú S.A.A.	1	6	7
Telefónica Móviles S.A.	1	1	2
Transportadora de Gas del Perú S.A.	2	2	4
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	1	1	2
Universidad San Martín De Porres	1	0	1
Yura S.A.	0	3	3
TOTAL DE EMISIONES	54	77	131

Fuente: RPMV, Dirección de Emisores y Dirección de Patrimonios Autónomos - CONASEV

3.5.3 EVOLUCIÓN DEL MONTO COLOCADO A TRAVÉS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ DURANTE EL PERÍODO 2003-2008

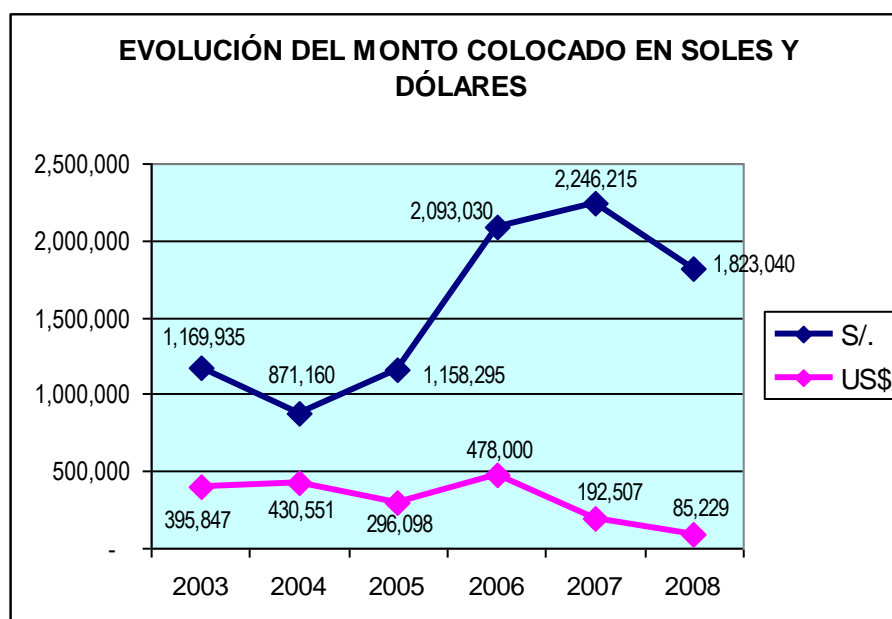
A continuación se puede observar la evolución del monto colocado mediante bonos corporativos por años, en dólares y soles durante el período 2003-2008:

Cuadro Nº 13: Evolución del monto colocado a través de bonos corporativos en el Perú durante el período 2003- 2008

Moneda	2003	2004	2005	2006	2007	2008
S/.	1,169,935	871,160	1,158,295	2,093,030	2,246,215	1,823,040
US\$	395,847	430,551	296,098	478,000	192,507	85,229

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

En la gráfica siguiente se puede apreciar que el monto total colocado más alto en soles fue en el año 2007 con S/. 2,246,215 soles y el monto total colocado más alto en dólares fue en el año 2006 con US\$ 478,000 dólares.



Durante el período 2003-2008 se colocaron bonos corporativos por el monto total de S/. 9,361,675 nuevos soles y US\$ 1,878,232 dólares. En la gráfica anterior se

puede notar que la evolución del monto total colocado en dólares ha ido disminuyendo a lo largo del período de análisis. Sin embargo, en lo referente al monto total colocado en soles, se puede observar un crecimiento a partir del año 2004 hasta el año 2007, en el cual alcanza el nivel más alto (S/. 2246,215). En el año 2005 se aprecia una disminución del monto total colocado (S/. 1,823,040).

CAPÍTULO**4**

ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS QUE REALIZARON OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

4.1 CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS EN EL PERÚ SEGÚN RANGO DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

A continuación se presenta a las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos agrupadas en función a los siguientes rangos de emisión:

1. Empresas con montos de emisión menores a los US\$ 10 millones de dólares.
2. Empresas con montos de emisión mayores a US\$ 10 millones y menores a US\$ 30 millones de dólares.
3. Empresas con montos de emisión mayores a US\$ 30 millones y menores a US\$ 50 millones de dólares.

4. Empresas con montos de emisión mayores a US\$ 50 millones de dólares.

Cuadro N° 14: Rangos de emisión de bonos corporativos

DESCRIPCION	ENTIDAD	EMIISION US\$ (*)
Emisiones menores a US\$ 10 millones	Banco Financiero del Perú	5,650.00
	Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	3,000.00
	Edyficar	9,548.06
	Graña Y Montero S.A.A	7,711.49
	Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	9,548.06
	Ransa Comercial S.A.	7,000.00
	Saga Falabella S.A.	8,341.68
	Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	9,137.98
	Sub-Total	59,937.27
Emisiones mayores a US\$ 10 millones y menores a US\$ 30 millones	Alicorp S.A.A.	21,254.59
	BBVA Banco Continental	19,096.12
	Cementos Lima S.A.	19,096.12
	Compañía Minera Atacocha S.A.	10,000.00
	Consorcio Transmantaro S.A.	20,000.00
	Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	11,734.56
	Corporación Financiera Internacional - IFC	29,146.02
	Edegel S.A.A.	28,727.00
	Luz del Sur S.A.A.	22,533.42
	Palmas del Espino	16,859.00
	Quimpac S.A.	20,000.00
	Supermercados Peruanos S.A.	26,192.19
	Universidad San Martín de Porres	15,000.00
Yura S.A.	15,913.43	
	Sub-Total	275,552.45
Emisiones mayores a US\$ 30 millones y menores a US\$ 50 millones	Banco Ripley	31,842.78
	Citibank del Perú S.A.	41,279.32
	Corporación José R. Lindley	44,051.56
	Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	32,000.00
	Enersur	36,767.98
	Ferreyros S.A.A.	33,000.00
	Sub-Total	218,941.64
Emisiones mayores a US\$ 50 millones	Banco de Crédito del Perú	130,490.13
	Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000.00
	Duke Energy Egenor S. en C.por A.	108,194.40
	Edelnor S.A.A.	63,165.18
	Electroandes S.A.	100,155.89
	Gloria S.A.	80,080.08
	Minera Barrick Misquichilca S.A.	50,000.00
	Minera Yanacocha S.R.L.	100,000.00
	Pluspetrol Camisea S.A.	150,000.00
	Red de Energía del Perú S.A.	60,000.00
	Scotiabank Perú	79,567.15
	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	90,000.00
	Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000.00
	Telefónica del Perú S.A.A.	87,854.87
	Telefónica Móviles S.A.	145,079.76
	Transportadora de Gas del Perú S.A.	79,538.69
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	50,129.91	
	Sub-Total	1,504,256.07
Total General		2,058,687.42

(*) Los montos colocados en soles han sido convertidos a dólares. Para la conversión a moneda extranjera se utilizó el TC al cierre del año 2008 publicado por la Superintendencia de Banca y Seguros y Administradora Privada de Fondos de Pensiones.

4.1.1 ANÁLISIS FINANCIERO DE EMPRESAS QUE REALIZARON OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS POR RANGO DE EMISIÓN

El análisis financiero obedece al propósito de determinar si la alternativa de inversión descrita y analizada sobre la base de ciertos supuestos, tendrá un rendimiento aceptable para el inversionista o empresario.

Los estados financieros proveen información que permite tener una medida relativa de la eficiencia operativa y la condición de la empresa²²⁹. El análisis de los estados financieros se basa en el conocimiento y uso de las razones o valores relativos.

El análisis de razones de los estados financieros es de interés para los accionistas (rendimiento y riesgo actual y futuro), acreedores (capacidad para atender obligaciones) y la administración (vigila el desempeño de la empresa de un período a otro). Este análisis sólo es una guía, no proporciona evidencias concluyentes de la existencia de un problema; permite estimar la factibilidad de recuperar los fondos o recursos invertidos por parte de los inversionistas.

Ratios o razones financieras

Sirven para evaluar el rendimiento de las empresas mediante métodos de cálculo e interpretación de razones. Las razones son comparaciones entre rubros de un estado financiero o de rubros de dos estados financieros.

Partes interesadas. Es importante el análisis de las razones de los estados financieros para:

- Los accionistas presentes y potenciales se interesan en el nivel de riesgo y rendimiento no sólo presente sino futuro, de la empresa, ya que afectan el precio de las acciones.
- Los acreedores se preocupan principalmente por la liquidez de la empresa y en la capacidad que ésta tiene para realizar pagos de intereses y del capital. Un asunto secundario para los acreedores es la rentabilidad de la empresa.
- La gerencia se preocupa de las situación financiera de la empresa, por tanto, trata de lograr razones favorables para los propietarios y los acreedores. Además, la gerencia usa razones para vigilar el rendimiento de la empresa de un período a otro. Cualquier cambio inesperado debe ser examinado para detectar los problemas en evolución.

²²⁹ Proporcionan información referente a la situación económica y financiera de una empresa, entre los principales estados financieros se pueden señalar los siguientes: el balance general, el estado de ganancias y pérdidas, el estado de cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo. La Ley General de Sociedades N° 26887, en su artículo 223 establece que los estados financieros se preparan y presentan de conformidad con las disposiciones legales sobre la materia y con los principios de contabilidad generalmente aceptados.

Para determinar el perfil financiero de las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos se analizaron los estados financieros por grupos de empresas de acuerdo a los montos de emisión del anterior cuadro²³⁰.

4.1.1.1 Emisiones menores a US\$ 10 millones de dólares

ENTIDAD	Endeudamiento Patrimonial	Pas. Largo Plazo/ Patrim.	Liquidez Corriente	Ventas/ Pasivo Total	Ventas/Patr	Rentabilidad Neta	Rentabilidad del Patrimonio
Banco Financiero del Perú	7.98	2.50	0.22	0.13	1.05	0.10	0.11
Compañía Industrial Textil Credisa	0.69	0.21	1.91	1.85	1.28	0.06	0.07
Edyficar	6.05	3.25	0.32	0.28	1.69	0.17	0.29
Graña Y Montero S.A.A	2.37	1.10	1.26	1.70	4.04	0.02	0.08
Mibanco,	10.80	7.69	0.44	0.21	2.31	0.14	0.33
Ransa Comercial S.A.	0.25	0.08	0.75	1.60	0.41	0.17	0.07
Saga Falabella S.A.	1.70	0.33	1.03	2.88	4.89	0.06	0.29
Solución Financiera del Peru	1.00	0.01	0.01	1.67	1.67	-0.05	-0.08
Perfil Mínimo	0.25	0.01	0.01	0.13	0.41	-0.05	-0.08
Perfil Máximo	10.80	7.69	1.91	2.88	4.89	0.17	0.33

Fuente: Información financiera remitida por las empresas a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores -CONASEV.

Las **empresas con emisiones menores a US\$ 10 millones de dólares**, respecto al grado de apalancamiento²³¹ (pasivos en relación al patrimonio) estos fluctúan desde 0.01 (Solución Financiera del Perú) hasta 7.69 (Mi Banco).

En el ratio de liquidez corriente²³² el grado de dispersión es menor, este va desde 0.01 (Solución Financiera del Perú) hasta 1.91 (Cia Ind. Textil Credisa). Cabe destacar que en su mayoría este grupo de empresas con emisiones menores a los 10 millones de dólares presentan este ratio menor a uno con excepción de Graña y Montero y Saga Falabella S.A..

Al analizar las ventas respecto de los pasivos, se aprecia el potencial de capacidad para hacer frente a la deuda mediante la actividad misma del negocio. Esto nos da una señal sobre el tiempo que necesita la empresa para cancelar toda su deuda si dedica un porcentaje definido de sus ingresos a la amortización de sus

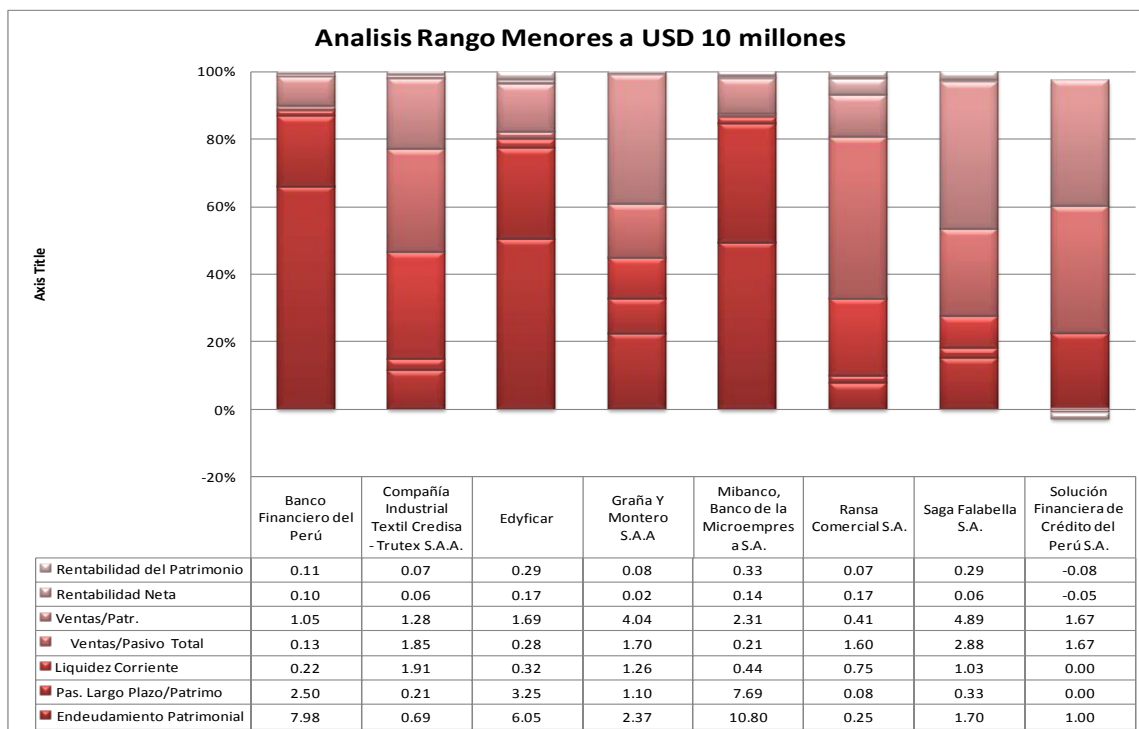
²³⁰ Los Estados Financieros de las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos se pueden apreciar en el Anexo N° 02.

²³¹ El ratio de solvencia o apalancamiento mide la capacidad de endeudamiento de las empresas se mide a través de los ratios de solvencia, que nos indican el respaldo con que cuentan las empresas con el patrimonio frente a sus deudas totales. Mide la capacidad de endeudarse de una empresa y el nivel de vulnerabilidad de su posición económico-financiera a través del apalancamiento. Un ratio mayor que uno no es bueno, ya que refleja un endeudamiento de la empresa superior al capital de la propiedad de la misma, por lo que existe la posibilidad de perder su control. Sin embargo, un ratio elevado de endeudamiento o apalancamiento no necesariamente evidencia que una empresa sea peligrosa, todo dependerá de la actividad que realice la empresa.

²³² La liquidez corriente mide la capacidad de pagar deudas en el corto plazo. Si este ratio es menor a uno, entonces el pasivo corriente sería mayor que el activo corriente, lo que indica que la empresa opera con un capital de trabajo negativo. Esto valor expresa un cierto grado de riesgo en el cumplimiento de sus deudas de corto plazo. Sin embargo, una razón corriente alta no necesariamente es un indicador de una buena situación financiera de la empresa, ya que ésta puede ser el resultado de inventarios de productos terminados que no se están vendiendo.

obligaciones. Concretamente, la mayoría de las empresas analizadas en este grupo se encuentran por encima de la unidad, con excepción de Edyficar y Mi Banco.

Al relacionar las ventas con el patrimonio de la empresa para tomar una proporción de la capacidad de afectación que tienen las utilidades o las pérdidas sobre los intereses directos de los accionistas, encontramos que a excepción de Ransa, el rendimiento de las acciones de todas las demás empresas tienen un grado de sensibilidad mayor a la unidad respecto a los márgenes que se obtengan sobre las ventas.



4.1.1.2 Emisiones mayores a US\$ 10 millones y menores a US\$ 30 millones de dólares

ENTIDAD	Endeudamiento Patrimonial	Pas. Largo Plazo/Patrim.	Liquidez Corriente	Ventas/Pasivo Total	Ventas/Patrim.	Rentabilidad Neta	Rentabilidad del Patrimonio
Alicorp S.A.A.	0.68	0.11	1.37	2.81	1.92	0.05	0.09
BBVA Banco Continental	13.99	4.61	0.33	0.08	1.15	0.28	0.32
Cementos Lima S.A.	0.75	0.42	1.05	1.28	0.96	0.19	0.19
Compañía Minera Atacocha S.A.	0.91	0.57	1.12	1.42	1.29	0.21	0.27
Consorcio Transmantaro	1.86	1.75	1.30	0.27	0.50	0.16	0.08
COFIDE	1.73	0.89	0.82	0.08	0.13	0.22	0.03
Corporación Financiera Int.	3.16	1.07	0.63	0.03	0.10	1.25	0.13
Edegel S.A.A.	1.23	0.96	0.61	0.42	0.52	0.10	0.05
Luz del Sur S.A.A.	1.26	0.82	0.67	1.20	1.51	0.15	0.23
Palmas del Espino	0.67	0.33	1.53	0.25	0.17	0.67	0.11
Quimpac S.A.	1.39	0.65	1.17	1.11	1.55	0.04	0.06
Supermercados Peruanos	2.40	0.76	0.71	2.35	5.64	0.01	0.05
Universidad San Martín	0.42	0.22	0.87	1.88	0.78	0.06	0.05
Yura S.A.	0.60	0.14	1.46	1.53	0.92	0.30	0.28
Perfil Mínimo	0.42	0.11	0.33	0.03	0.10	0.01	0.03
Perfil Máximo	13.99	4.61	1.53	2.81	5.64	1.25	0.32

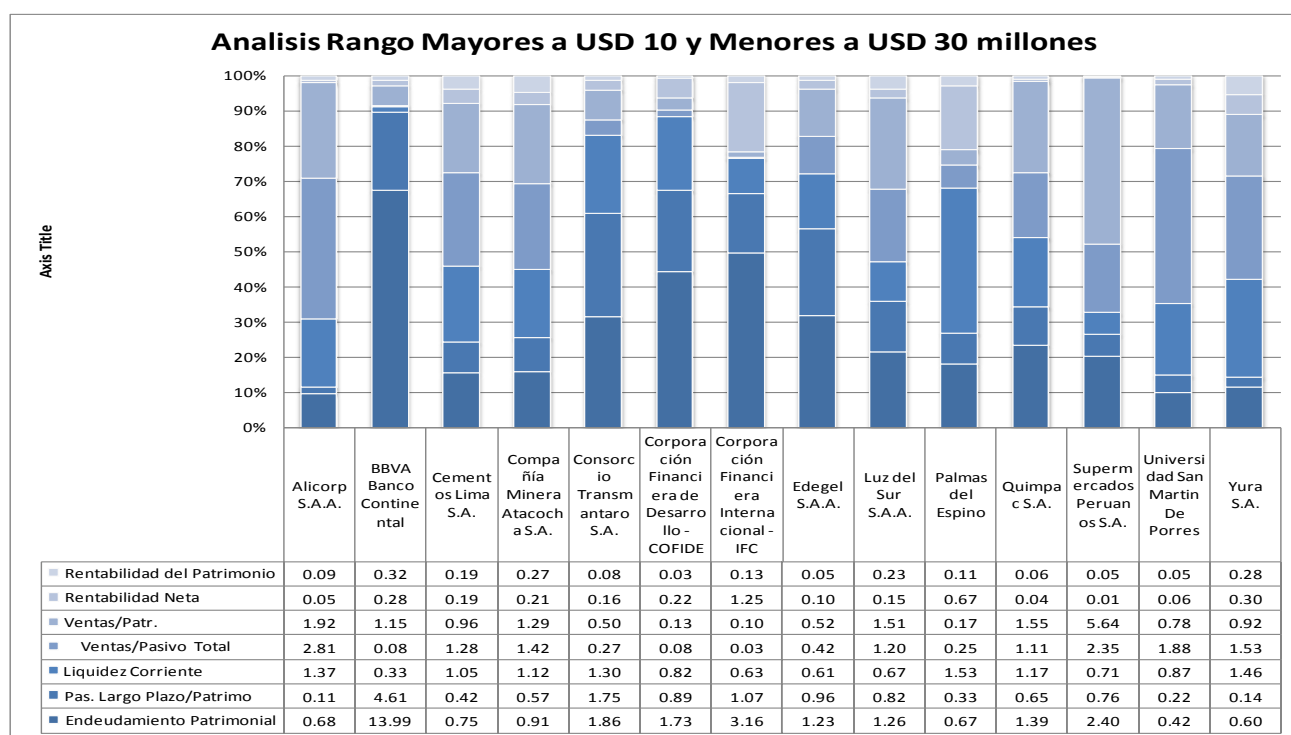
Fuente: Información financiera remitida por las empresas a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores -CONASEV.

Las **empresas con emisiones mayores a US\$ 10 millones y menores a US\$ 30 millones de dólares** pertenecen a diversos sectores de la economía. Del análisis realizado, se puede notar que en conjunto estas empresas mantienen una estructura de apalancamiento más dispersa. Este ratio varía desde 0.11 (Alicorp S.A.A) hasta 4.61 (BBVA Banco Continental). Esta dispersión en cierta medida puede ser atribuida al hecho de que estas empresas pertenecen a diferentes sectores de la actividad económica y cada una de ellas tiene su propia lógica de financiamiento.

El ratio de liquidez corriente, nos muestra que estas empresas tienen en común un nivel de liquidez relativamente alto, salvo el caso del Banco Continental que tiene un ratio de 0.33. Del análisis de este ratio se deduce la capacidad de este grupo de empresas para afrontar con cierta holgura los compromisos a corto plazo.

Analizando las ventas sobre el pasivo total, Alicorp S.A.A se encuentra fuera del promedio al mostrar un ratio de 2.81, lo cual representa que con márgenes no muy significativos en sus ventas, esta empresa podría afrontar sus obligaciones. El resto de empresas, con ese nivel de ventas tendrían que destinar una parte importante de sus ingresos al servicio y amortización de la deuda.

La relación utilidad neta respecto del patrimonio es relativamente homogénea entre este grupo de empresas, varía entre 0.03 y 0.32.



4.1.1.3 Emisiones mayores a US\$ 30 millones y menores a US\$ 50 millones

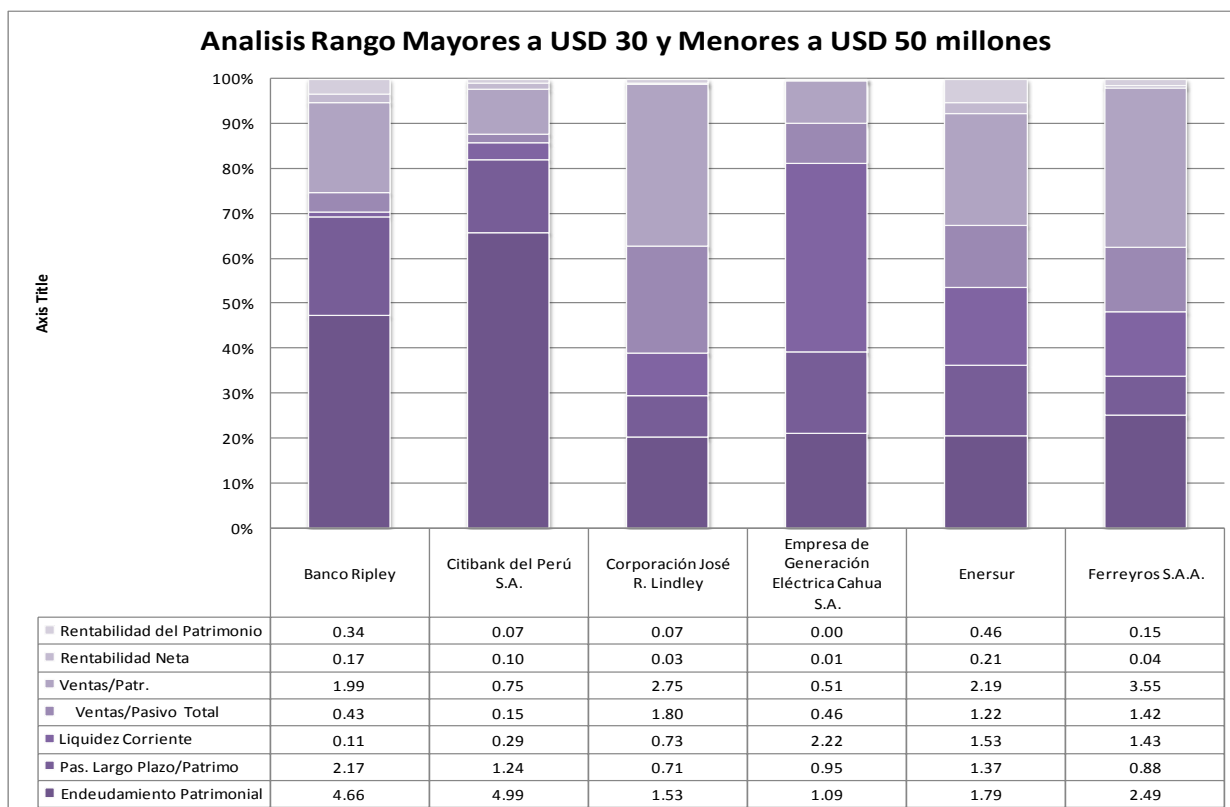
ENTIDAD	Endeudamiento Patrimonial	Pas. Largo Plazo/ Patrim.	Liquidez Corriente	Ventas/ Pasivo Total	Ventas/ Patrim.	Rentabilidad Neta	Rentabilidad del Patrimonio
Banco Ripley	4.66	2.17	0.11	0.43	1.99	0.17	0.34
Citibank del Perú S.A.	4.99	1.24	0.29	0.15	0.75	0.10	0.07
Corporación José R.	1.53	0.71	0.73	1.80	2.75	0.03	0.07
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A	1.09	0.95	2.22	0.46	0.51	0.01	0.00
Enersur	1.79	1.37	1.53	1.22	2.19	0.21	0.46
Ferreyros S.A.A.	2.49	0.88	1.43	1.42	3.55	0.04	0.15
Perfil Minimo	1.09	0.71	0.11	0.15	0.51	0.01	0.00
Perfil Maximo	4.99	2.17	2.22	1.80	3.55	0.21	0.46

Fuente: Información financiera remitida por las empresas a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores -CONASEV.

Las **empresas con emisiones mayores a US\$ 30 millones y menores a US\$ 50 millones de dólares** muestran niveles de apalancamiento relativamente dispersos. Este ratio varía de 0.71 (Corporación José R.) hasta 2.17 (Banco Ripley).

Al relacionar las ventas respecto del patrimonio, se nota que este indicador se encuentra entre 0.51 (Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A) y 3.55 (Ferreyros S.A.A.), con lo cual nos da una idea de una gran dispersión.

Al observar los indicadores de utilidad neta sobre patrimonio estas empresas proporcionan a sus accionistas, un rendimiento superior al obtenido por los socios de aquellas empresas que efectuaron emisiones por montos menores.



4.1.1.4 Emisiones mayores a US\$ 50 millones

ENTIDAD	Endeudamiento Patrimonial	Pas. Largo Plazo/ Patrim.	Liquidez Corriente	Ventas/ Pasivo Total	Ventas/ Patrim.	Rentabilidad Neta	Rentabilidad del Patrimonio
Banco de Créd. Perú	11.82	2.82	0.29	0.07	0.87	0.37	0.33
Cementos Pacasmayo	0.87	0.71	1.30	0.66	0.57	0.22	0.13
Duke Energy Egenor	1.35	1.23	2.24	0.47	0.63	0.18	0.12
Edelnor S.A.A.	1.84	1.34	0.78	0.93	1.71	0.11	0.18
Electroandes S.A.	0.82	0.77	3.02	0.37	0.30	0.31	0.09
Gloria S.A.	0.79	0.34	1.54	2.25	1.78	0.10	0.18
Minera Barrick Misquichilca S.A.	0.79	0.49	2.43	2.11	1.67	0.44	0.73
Minera Yanacocha	0.52	0.33	2.66	2.63	1.36	0.35	0.47
Pluspetrol Camisea	1.19	1.04	7.75	0.96	1.14	0.33	0.38
Red de Energía del Perú	1.34	1.17	1.18	0.33	0.44	0.00	0.00
Scotiabank Perú	8.90	1.97	0.30	0.09	0.80	0.30	0.24
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	0.29	0.16	3.21	1.80	0.52	0.67	0.35
Southern Perú Copper	0.54	0.38	3.11	1.58	0.85	0.20	0.17
Telefónica del Perú	1.39	0.86	0.59	0.68	0.95	0.13	0.12
Telefónica Móviles	1.89	0.57	0.92	1.13	2.13	0.02	0.05
Transportadora de Gas del Perú S.A.	3.27	3.07	2.85	0.25	0.83	0.00	0.01
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	0.52	0.28	1.10	1.28	0.66	0.23	0.16
Perfil Mínimo	0.29	0.16	0.29	0.07	0.30	0.00	0.01
Perfil Máximo	11.82	3.07	7.75	2.63	2.13	0.67	0.73

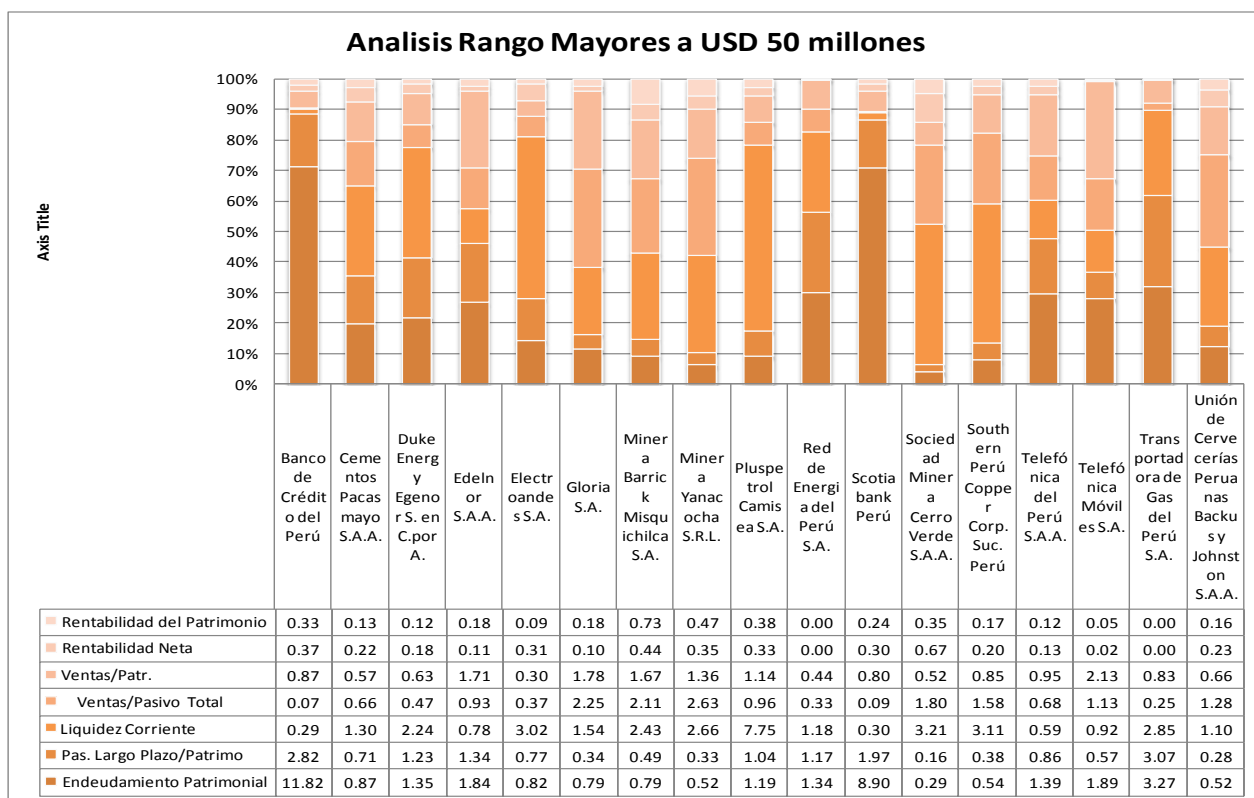
Fuente: Información financiera remitida por las empresas a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores -CONASEV.

Las **empresas con emisiones mayores a US\$ 50 millones de dólares** muestran niveles de apalancamiento relativamente dispersos. Este ratio varía de 0.16 (Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.) hasta 3.07 (Transportadora de Gas del Perú S.A.).

El ratio de liquidez corriente es sumamente disperso en este grupo de empresas. Este ratio fluctúa entre 0.29 (Banco de Crédito del Perú) y 7.75 (Pluspetrol Camisea). Este grado de variabilidad imposibilita establecer conceptos generales respecto de la capacidad de las empresas para hacer frente a sus compromisos de corto plazo.

Las ventas sobre los pasivos nos dan la referencia de estar observando a un grupo de empresas, que su nivel de actividad, les permitiría afrontar sus obligaciones destinando un margen razonable de sus ventas al servicio y amortización de sus deudas, aún en el caso de Telefónica Móviles que presenta este indicador más elevado (2.13).

La utilidad neta respecto del patrimonio oscila entre 0.01 (Transportadora de Gas del Perú) y 0.73 (Minera Barrick Misquichilca S.A.).

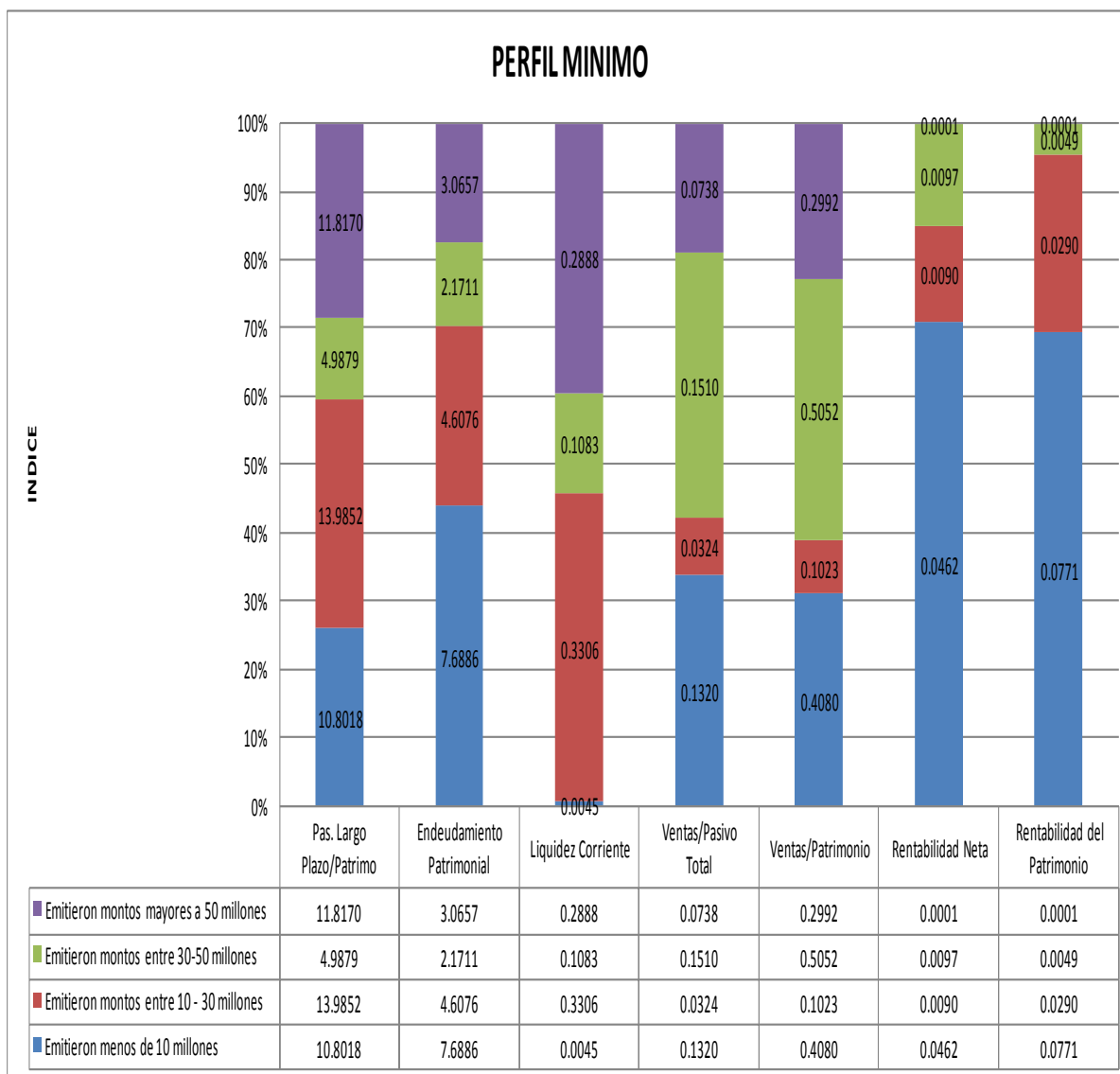


4.1.2 PERFIL FINANCIERO MÍNIMO DE LAS EMPRESAS QUE REALIZARON OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ SEGÚN RANGO DE EMISIÓN

Del análisis de los datos anteriores, se procedió a estimar el perfil mínimo de las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú durante el período 2003 – 2008. Este perfil mínimo nos indica las condiciones financieras mínimas en las que accedieron las empresas mediante la emisión de bonos corporativos. Así tenemos:

Monto de las Emisiones	Endeudamiento Patrimonial	Pas. Largo Plazo/Patrim.	Liquidez Corriente	Ventas/Pasivo Total	Ventas/Patrim.	Rentabilidad Neta	Rentabilidad del Patrimonio
Mayores a US\$ 50 mill	0.29	0.16	0.2888	0.0738	0.2992	0.0001	0.0001
Entre US\$ 50 – US\$ 30 mill	1.09	0.71	0.1083	0.1510	0.5052	0.0097	0.0049
Entre US\$ 30 – US\$ 10 mill	0.42	0.11	0.3306	0.0324	0.1023	0.0090	0.0290
Menores a US\$ 10 mill	0.25	0.001	0.0045	0.1320	0.4080	0.0462	0.0771

Fuente: CONASEV



De acuerdo con el estudio realizado por la Gerencia de Investigación y Desarrollo de CONASEV²³³ existen aproximadamente 1,400 medianas empresas que presentaron información financiera y éstas se encuentran dentro de los parámetros que emplean SUNAT, COFIDE y el MEF. Asimismo, es necesario puntualizar que estas 1,400 empresas tienen activos entre US\$ 2 y US\$ 40 millones de dólares, lo que corrobora el planteamiento del presente estudio.

²³³ COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES, Gerencia de Investigación y Desarrollo, Viabilidad de incorporación de nuevos emisores al mercado de valores: Pequeñas y medianas empresas. Febrero de 2001.

4.2 RANKING DE LAS EMPRESAS QUE COLOCARON BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

En el cuadro Nº 15 se puede apreciar el ranking de cada una de las empresas que emitieron bonos corporativos en nuestro mercado, según la publicación *Perú: The Top 10,000 companies 2007*²³⁴. Esta clasificación se basa en los ingresos totales según el ejercicio 2007.

Cuadro Nº 15: Ranking 2007 de las empresas emisoras de bonos corporativos en el Perú

Ranking 2007	COMPAÑÍAS EMISORAS DE BONOS CORPORATIVOS	Ingresos 2007 (en miles de soles)
1	Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	9,990,328
5	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	5,615,175
7	Telefónica del Perú S.A.A.	3,953,672
9	Banco de Crédito del Perú	3,765,460
12	Minera Yanacocha S.R.L.	3,593,800
13	Minera Barrick Misquichilca S.A.	3,443,055
16	Telefónica Móviles S.A.	2,580,610
18	Alicorp S.A.A.	2,505,425
20	BBVA Banco Continental	2,391,455
21	Pluspetrol Norte S.A.	2,358,171
23	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	2,100,910
25	Gloria S.A.	1,959,724
27	Scotiabank Perú	1,835,642
30	Ferreyros S.A.A.	1,655,265
35	Luz del Sur S.A.A.	1,368,437
36	Saga Falabella S.A.	1,324,892
37	Edelnor S.A.A.	1,323,384
40	Supermercados Peruanos S.A.	1,313,389
52	Edegel S.A.A.	1,058,106
58	Corporación José R. Lindley	1,023,229
68	Cementos Lima S.A.	864,140
69	Enersur	858,826
76	Pluspetrol Camisea S.A.	734,570
89	Transportadora de Gas del Perú S.A.	580,595
95	Compañía Minera Atacocha S.A.	550,544
101	Citibank del Perú S.A.	489,590
111	Duke Energy Egenor S. en C.por A.	450,705
121	Cementos Pacasmayo S.A.A.	444,410
131	Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	417,548
143	Banco Ripley	378,040
145	Yura S.A.	373,200
151	Quimpac S.A.	355,349
186	Banco Financiero del Perú	302,294
198	Universidad San Martín de Porres	282,262
200	Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	281,345
226	Ransa Comercial S.A.	247,533
264	Red de Energía del Perú S.A.	221,324
276	Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	209,588
346	Electroandes S.A.	169,010
510	Edyficar	113,929
617	Consorcio Transmantaro S.A.	87,906
625	Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	85,387
909	Palmas del Espino	83,549
1661	Graña y Montero S.A.A	81,249
5496	Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	79,548

Fuente : PUBLICACIÓN PERU THE TOP 10,000 COMPANIES 2007. Año de publicación 2008.

²³⁴ PERÚ:THE TOP 10,000 COMPANIES, Las Top 10,000 del 2007; Perú Top Publications SAC., Lima 2008.

Al respecto, se debe precisar que la empresa Southern Perú Copper Corp. Suc Perú, realizó una emisión de bonos corporativos en el año 2003 y fue considerada la mejor empresa en nuestro país en el año 2007. Asimismo, 04 de las empresas emisoras de bonos corporativos se encuentran dentro de las 10 mejores empresas del Perú y 25 dentro de las 100 mejores empresas del Perú, lo que constituye un indicador de este sector empresarial que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en nuestro país.

Con relación a los ingresos totales, existe una diferencia marcada entre la primera y segunda mejor empresa del ranking 2007, es decir, entre Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú y Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A, respectivamente.

4.3 CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS QUE EMITIERON BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

4.3.1 Clasificación según sus ingresos

En el siguiente cuadro se aprecia la clasificación de las empresas, según sus ingresos, que recurrieron al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento a través de bonos corporativos.

De las 48 empresas que emitieron bonos corporativos durante el período 2003-2008, sólo cuatro son consideradas medianas empresas (Edyficar, Palmas del Espino, Graña y Montero S.A.A y Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.) y el resto son grandes empresas²³⁵, lo cual permite corroborar en parte la hipótesis específica N° 01, ya que en nuestro país, las ofertas públicas primarias de bonos corporativos son realizadas fundamentalmente por grandes empresas, las cuales se caracterizan por tener ingresos por ventas anuales superiores a los 30 millones de dólares²³⁶.

Tal como se analizó en el acápite 3.4.6.1, existen 23 empresas que se encuentran retiradas del mercado, es decir, ya no realizaron ofertas públicas primarias de instrumentos financieros durante el período 2003-2008.

²³⁵ El 92% (44/48) de las empresas que emitieron bonos corporativos en el Perú son grandes y sólo un 8% (4/48) son consideradas medianas empresas, lo cual nos demuestra que en nuestro mercado de ofertas públicas primarias de bonos corporativos, son las grandes empresas las que fundamentalmente han emitido bonos corporativos.

²³⁶ En el acápite 1.1.4.2 Delimitación espacial, se plantearon las categorías de las empresas (grandes, medianas, pequeñas y microempresas) de acuerdo con nuestro sistema financiero.

Cuadro Nº 16: Clasificación de las empresas que emitieron bonos corporativos en el Perú según sus ingresos

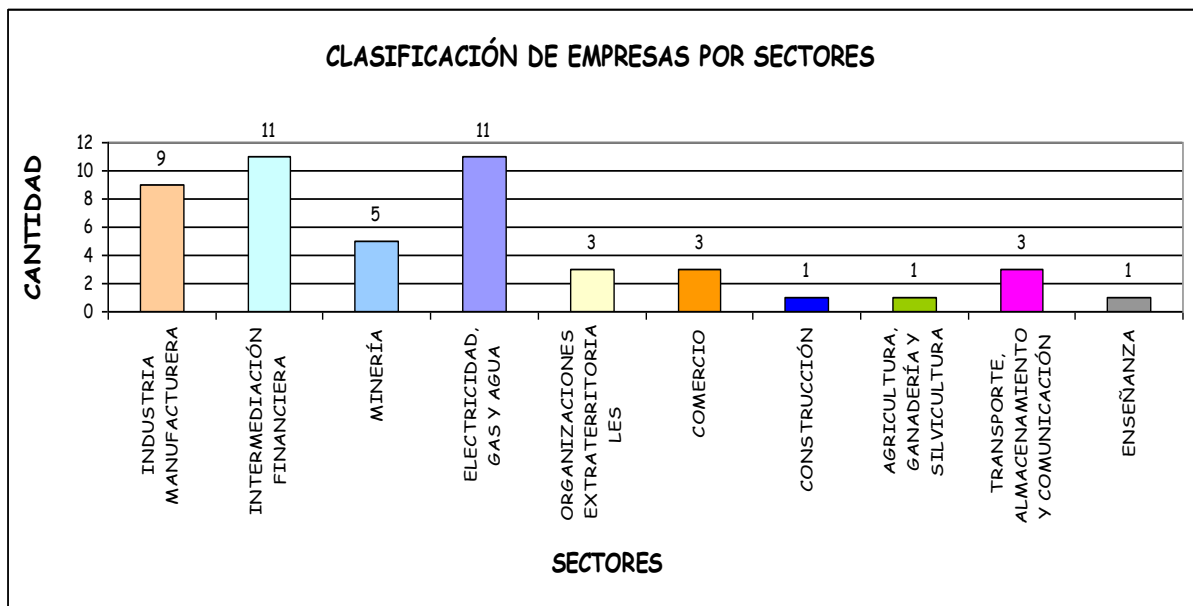
COMPAÑÍAS EMISORAS DE BONOS CORPORATIVOS	TIPO DE EMPRESA
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	GRAN EMPRESA
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	
Telefónica del Perú S.A.A.	
Banco de Crédito del Perú	
Minera Yanacocha S.R.L.	
Minera Barrick Misquichilca S.A.	
Telefónica Móviles S.A.	
Alicorp S.A.A.	
BBVA Banco Continental	
Pluspetrol Norte S.A.	
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	
Gloria S.A.	
Scotiabank Perú	
Ferreyros S.A.A.	
Luz del Sur S.A.A.	
Saga Falabella S.A.	
Edelnor S.A.A.	
Supermercados Peruanos S.A.	
Edegel S.A.A.	
Corporación José R. Lindley	
Cementos Lima S.A.	
Enersur	
Pluspetrol Camisea S.A.	
Transportadora de Gas del Perú S.A.	
Compañía Minera Atacocha S.A.	
Citibank del Perú S.A.	
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	
Cementos Pacasmayo S.A.A.	
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	
Banco Ripley	
Yura S.A.	
Quimpac S.A.	
Banco Financiero del Perú	
Universidad San Martín De Porres	
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	
Ransa Comercial S.A.	
Red de Energía del Perú S.A.	
Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	
Electroandes S.A.	
Consorcio Transmantaro S.A.	
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	
Edyficar	MEDIANA EMPRESA
Palmas del Espino	
Graña y Montero S.A.A	
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	
Corporación Andina de Fomento -CAF	

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores, Gerencia de Mercados y Emisores - CONASEV

4.3.2 Clasificación de las empresas por sectores

En la gráfica siguiente se puede apreciar la clasificación de las empresas, por sectores, que recurrieron al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento a través de bonos corporativos.

Se observa que de las 48 empresas que emitieron bonos corporativos durante el período 2003-2008, 09 empresas corresponden al sector de la industria manufacturera, 11 empresas a la intermediación financiera, 05 a la minería, 10 al sector de electricidad, gas y agua, 01 a la enseñanza y 01 a la construcción.



Cuadro N° 16: Clasificación de las empresas que emitieron bonos corporativos en el Perú por sectores

SECTOR	EMISOR
INDUSTRIA MANUFACTURERA	Alicorp S.A.A.
	Cementos Lima S.A.
	Cementos Pacasmayo S.A.A.
	Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.
	Corporación José R. Lindley
	Gloria S.A.
	Quimpac S.A.
	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.
	Yura S.A.
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA	Banco de Crédito del Perú
	Banco Financiero del Perú
	Banco Ripley
	BBVA Banco Continental
	Citibank del Perú S.A.
	Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE
	Edyficar
	Financiera Cordillera S.A.
	Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.
	Scotiabank Perú
	Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.
MINERÍA	Compañía Minera Atacocha S.A.
	Minera Barrick Misquichilca S.A.
	Minera Yanacocha S.R.L.
	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.
	Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	Consorcio Transmantaro S.A.
	Duke Energy Egenor S. en C.por A.
	Edegel S.A.A.
	Edelnor S.A.A.
	Electroandes S.A.
	Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.
	Enersur
	Luz del Sur S.A.A.
	Pluspetrol Camisea S.A.
	Pluspetrol Norte S.A.
ORGANIZACIONES EXTRATERRITORIALES	Corporación Andina de Fomento -CAF
	Corporación Financiera Internacional - IFC
	Telefónica del Perú S.A.A.
COMERCIO	Ferreyros S.A.A.
	Saga Falabella S.A.
	Supermercados Peruanos S.A.
CONSTRUCCIÓN	Graña Y Montero S.A.A
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIÓN	Ransa Comercial S.A.
	Telefónica Móviles S.A.
	Transportadora de Gas del Perú S.A.
ENSEÑANZA	Universidad San Martín De Porres

Fuente : PUBLICACIÓN PERU: THE TOP 10,000 COMPANIES 2007. Año de publicación 2008.

CAPÍTULO

5

ANÁLISIS DE LOS MONTOS COLOCADOS Y COSTOS DE EMISIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

5.1 MONTO TOTAL COLOCADO POR EMPRESA A TRAVÉS DE BONOS CORPORATIVOS 2003-2008

En el siguiente cuadro se puede observar que durante el período 2003-2008, la empresa que más colocó en dólares fue Transportadora de Gas del Perú S.A. con 271,098 dólares y la empresa que colocó menos en soles fue Gloria con 3 millones de dólares.

Igualmente, durante el mismo período, la empresa que colocó más en soles fue Telefónica del Perú S.A.A 1,847,675 soles y la empresa que colocó menos en soles fue Supermercados Peruanos S.A. con S/. 21,540 soles.

**Cuadro N° 17: Monto total colocado por empresa a través de bonos corporativos
2003-2008**

(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	MONTO TOTAL COLOCADO	
	US\$	S/.
Alicorp S.A.A.	10,000	63,700
Banco de Crédito del Perú	-	851,000
Banco Financiero del Perú	5,650	100,800
Banco Ripley	-	100,050
BBVA Banco Continental	97,342	300,000
Cementos Lima S.A.	-	220,000
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000	-
Citibank del Perú S.A.	10,000	100,000
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	10,000	-
Compañía Minera Atacocha S.A.	10,000	-
Consortio Transmantaro S.A.	20,000	-
Corporación Andina de Fomento -CAF	-	248,400
Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	-	340,470
Corporación Financiera Internacional - IFC	-	150,000
Corporación José R. Lindley	-	138,410
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	115,000	113,890
Edegel S.A.A.	67,720	756,370
Edelnor S.A.A.	-	766,915
Edyficar	-	55,000
Electroandes S.A.	70,000	104,460
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	32,000	-
Enersur	10,000	204,805
Ferreyros S.A.A.	138,000	-
Financiera Cordillera S.A.	10,000	65,495
Gloria S.A.	3,000	489,125
Graña Y Montero S.A.A	7,711	-
Luz del Sur S.A.A.	-	789,660
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	10,000	120,000
Minera Barrick Misquichilca S.A.	100,000	-
Minera Yanacocha S.R.L.	100,000	-
Palmas del Espino	16,859	88,500
Pluspetrol Camisea S.A.	150,000	-
Pluspetrol Norte S.A.	50,000	-
Quimpac S.A.	20,000	-
Ransa Comercial S.A.	7,000	-
Red de Energía del Perú S.A.	140,000	69,540
Saga Falabella S.A.	-	115,000
Scotiabank Perú	-	306,660
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	90,000	-
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	-	85,000
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000	-
Supermercados Peruanos S.A.	19,005	21,540
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847	1,847,675
Telefónica Móviles S.A.	60,000	272,000
Transportadora de Gas del Perú S.A.	271,098	265,560
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	25,000	87,050
Universidad San Martín De Porres	15,000	-
Yura S.A.	-	124,600
TOTAL MONTO COLOCADO	1,878,232	9,361,675

Fuente: RPMV, Dirección de Emisores y Dirección de Patrimonios Autónomos - CONASEV

5.2 TASAS DE COLOCACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ 2008

En el siguiente cuadro se puede observar las tasas de colocación (tasa de interés nominal anual) de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú en el año 2008²³⁷.

Cuadro N° 20: Tasas de colocación de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú 2008

Emisor / Mes	Emisión	MONTO COLOCADO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN (Tasa de interés nominal anual)
		Mill. US\$	Mill. S/.	AÑOS / DIAS	
Enero					
Edelnor S.A.A.	3er.P 3ra.A		30.00	5 años	6.8437%
Edegel S.A.A.	3er.P 8va.A	10.00		20 años	6.3438%
Febrero					
Edelnor S.A.A.	3er. P 4ta.A		20.00	3 años	5.9375%
Edelnor S.A.A.	3er. P 5ta.A		20.00	5 años	6.2813%
Marzo					
Banco de Crédito del Perú	2do. P 1ra.B		125.00	7 años	6.8125%
Edegel S.A.A.	3er. P 9na.A		28.30	6 años	6.5938%
Ferreyros S.A.A.	1er. P 1ra B	15.00		3 años	6.5000%
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 14ta.B		34.04	3 años	5.9375%
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 36ta B		50.00	10 años	VAC + 3,375%
Abril					
Cofide	2do. P 7ma.C		10.00	4 años	5.7000%
Cofide	2do. P 8va.B		10.00	10 años	6.6500%
Cofide	2do. P 9na.A		16.87	3 años	5.7000%
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 14ta.C		45.00	3 años	5.7500%
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 16ta.B		30.00	5 años	6.2500%
Banco de Crédito del Perú	2do. P 2da.A		85.00	3 años	5.7813%
Scotiabank Perú S.A.	1er. P 1ra.A		100.00	5 años	6.3438%
Corporación José R. Lindley	1er. P 1ra.Única		81.69	10 años	6.7500%
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 19na.B		49.00	20 años	VAC + 2,875%
Edyficar	1er. P 2da.Única		30.00	3 años	7.0000%
Yura	2do. P 1ra.B		50.00	7 años	6.7500%
BBVA Banco Continental	3er. P 7ma.Única		60.00	10 años	7.0937%
Mayo					
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 37ma.A		48.00	20 años	VAC + 3,125%
cementos lima S.A.	1er. P 4ta.Única		60.00	5 años	6.7188%
Scotiabank Peru S.A.	1er. P 3ra.A		150.00	5 años	6.8125%
Junio					
Luz del Sur	1er. P 13ra. A		70.80	7 años	6.8125%
Enersur	1er. P 3ra.Única	10.00		20 años	6.3125%
Enersur	1er. P 2da.Única		84.11	10 años	7.1875%
Banco de Crédito del Perú	2do. P 3ra.A		150.00	10 años	7.4688%
Edelnor S.A.A.	3er. P 6ta.A		25.00	6 años	6.8125%
Edelnor S.A.A.	3er. P 7ma.A		25.00	8 años	7.1250%
Mibanco	2do. P 1ra.B		30.00	3 años	7.3750%
Julio					
Banco de Crédito del Perú	2do. P 3ra. B		50.00	10 años	8.5000%
Edelnor S.A.A.	3er. P 4ta. B		20.00	3 años	7.5000%
Edelnor S.A.A.	3er. P 8va.A		30.00	5 años	7.7188%
Banco Ripley	2do. P 3ra.A		30.00	2,5 años	7.6875%
Telefónica del Perú S.A.A.	4to. P 19na.C		20.00	20 años	VAC + 3,1875%
Corporación José R. Lindley	1er. P 2da.A		56.72	10 años	8.5313%

²³⁷ La tasa de interés nominal es la tasa que se declara en la transacción, sin distinguir si se cobra adelantada o vencida, con o sin capitalización. Es la tasa de interés sobre el dinero expresado en dinero. El número real que aparece en el contrato de préstamo de los bancos, se denomina tasa de interés nominal. Por lo que la tasa de interés nominal se define como la tasa de intercambio entre una unidad monetaria de hoy y una unidad monetaria del futuro. Por ejemplo, si la tasa de interés de mercado o nominal es de 10% anual, entonces S/. 1 sol de hoy se podrá cambiar por S/. 1.10 soles dentro de un año.

Siempre que en el año no se produzca más de una capitalización, no hay razón para diferenciar entre la tasa nominal y la tasa efectiva de interés anuales; la tasa nominal anual y la tasa efectiva anual son iguales.

Cuando en el año se produce sólo una capitalización, en lapsos inferiores, hasta iguales al año, los intereses se calculan mediante la aplicación de la fórmula de interés simple.

Banco Ripley	Agosto	2do. P 3ra.B		50.00	2.5 años	8.1875%
Banco Ripley	Setiembre	2do. P 3ra.C		20.05	2,5 años	8.5625%
Ferreyros S.A.A.		1er. P 1ra.C	7.50		3 años	6.3125%
Palmas del espino S.A.		1er. P 5ta.A	16.86		3 años	7.5000%
Edegel S.A.A.	Noviembre	3er. P 10ma.A	9.72		6 años	9.0000%
Edelnor S.A.A.	Diciembre	3er. P 9na.A		13.00	4 años	8.3125%
Edelnor S.A.A.		3er. P 10ma.A		15.47	3 años	8.2500%
Banco Financiero		2do. P 4ta.A	5.65		10 años	8.5000%
Ferreyros S.A.A.		1er. P 6ta.A	10.50		3 años	8.0000%

Nota: Los montos en Nuevos Soles son expresados en dólares al tipo de cambio promedio del mercado libre del día, publicado por la Bolsa de Valores de Lima, correspondiente a la fecha en que se realizó la colocación.

Fuente: Dirección de Emisores y Dirección de Patrimonios Autónomos - CONASEV.

5.3 EMPRESAS QUE COLOCARON ANUALMENTE MAYORES Y MENORES MONTOS A TRAVÉS DE BONOS CORPORATIVOS 2003-2008²³⁸

Durante el año 2003, la empresa que colocó el mayor monto en dólares fue Cementos Pacasmayo S.A.A. con 80 millones de dólares. Durante el año 2004, la empresa Transportadora de Gas del Perú S.A. colocó 200 millones de dólares.

En el año 2005 la empresa que colocó el mayor monto en dólares fue Duke Energy Egenor y en el año 2006 Pluspetrol Camisea S.A. con 150 millones. En el año 2007 Red de Energia del Perú S.A. colocó en el mercado 60 millones de dólares y en el año 2008 Ferreyros S.A.A. colocó 33 millones de dólares.

Se debe precisar que de todas las emisiones en dólares durante el período 2003-2008, la empresa que colocó el mayor monto en dólares fue Transportadora de Gas del Perú S.A. con 200 millones en el año 2004.

En el año 2003 Gloria S.A. fue la empresa que colocó el menor monto en dólares (3 millones). Durante el año 2004 Compañía Industrial Textil Credisa emitió bonos corporativos por el monto de 4 millones, el año 2005 por 3 millones y el año 2006 por 3 millones.

En el año 2003 Telefónica del Perú S.A.A. fue la empresa que colocó el mayor monto en soles (273 millones). Durante el año 2004 Transportadora de Gas del Perú S.A. emitió bonos corporativos por el monto de 236 millones, el año 2005 Telefónica del Perú S.A.A. emitió bonos por el monto 238 millones, el año 2006 por 404 millones y en el año 2007 por 596 millones de soles, registrando el mayor monto del período 2003-2008.

Asimismo, durante el año 2008 Banco de Crédito del Perú colocó 410 millones de soles.

En el año 2003 Mibanco fue la empresa que colocó el menor monto en soles (30 millones). Durante el año 2004 Banco de Crédito del Perú emitió bonos corporativos por el monto de 20 millones, el año 2005 Financiera Cordillera S.A. colocó 17 millones y el año 2006 Gloria S.A. emitió bonos por el monto de 40 millones.

²³⁸ Véase Anexos N° 06, 07, 08 y 09.

Asimismo, durante el año 2007 Supermercados Peruanos S.A., fue la empresa que colocó el menor monto en soles, esto es, 21 millones y durante el año 2008 Edegel S.A.A.colocó 28 millones de soles.

Durante el año 2007 Ransa Comercial S.A., fue la empresa que colocó el menor monto en dólares, esto es, 7 millones y durante el año 2008 Banco Financiero del Perú colocó 5 millones 650 mil dólares.

Cuadro N° 21: Empresas que colocaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú 2003

EMPRESAS QUE COLOCARON MAYORES MONTOS 2003

DOLARES \$		SOLES S/.	
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000	Telefónica del Perú S.A.A.	273,190
Electroandes S.A.	70,000	Edegel S.A.A.	250,000
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847	Luz del Sur S.A.A.	173,970
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000	Electroandes S.A.	104,460
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	40,000	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	87,050

EMPRESAS QUE COLOCARON MENORES MONTOS 2003

DOLARES \$		SOLES S/.	
Gloria S.A.	3,000	Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	30,000
Alicorp S.A.A.	5,000	Yura S.A.	34,600
Ferreyros S.A.A.	15,000	Edelnor S.A.A.	40,000
Consortio Transmantaro S.A.	20,000	Gloria S.A.	52,125
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	25,000	Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	55,000

Cuadro Nº 22: Empresas que colocaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú 2004

EMPRESAS QUE COLOCARON MAYORES MONTOS 2004			
DOLARES \$		SOLES S/.	
Transportadora de Gas del Perú S.A.	200,000	Transportadora de Gas del Perú S.A.	236,600
Pluspetrol Norte S.A.	50,000	Edelnor S.A.A.	150,000
Red de Energia del Perú S.A.	50,000	Luz del Sur S.A.A.	138,760
BBVA Banco Continental	48,840	Banco Financiero del Perú	100,800
Edegel S.A.A.	20,000	Telefónica del Perú S.A.A.	60,000
EMPRESAS QUE COLOCARON MENORES MONTOS 2004			
DOLARES \$		SOLES S/.	
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	4,000	Banco de Crédito del Perú	20,000
Alicorp S.A.A.	5,000	Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	30,000
Graña Y Montero S.A.A	7,711	Gloria S.A.	35,000
Compañía Minera Atacocha S.A.	10,000	Corporación Financiera Internacional - IFC	50,000
Ferreyros S.A.A.	15,000	Edegel S.A.A.	50,000

Cuadro Nº 23: Empresas que colocaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú 2005

EMPRESAS QUE COLOCARON MAYORES MONTOS 2005			
DOLARES \$		SOLES S/.	
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	75,000	Telefónica del Perú S.A.A.	238,250
Transportadora de Gas del Perú S.A.	71,098	Edegel S.A.A.	153,070
Minera Barrick Misquichilca S.A.	50,000	Gloria S.A.	122,000
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	32,000	Banco de Crédito del Perú	120,000
Ferreyros S.A.A.	25,000	Duke Energy Egenor S. en C.por A.	113,890
EMPRESAS QUE COLOCARON MENORES MONTOS 2005			
DOLARES \$		SOLES S/.	
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	3,000	Financiera Cordillera S.A.	17,105
Financiera Cordillera S.A.	5,000	Transportadora de Gas del Perú S.A.	28,960
Universidad San Martin De Porres	15,000	Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	50,000
Edegel S.A.A.	20,000	Edelnor S.A.A.	60,000
Ferreyros S.A.A.	25,000	BBVA Banco Continental	70,000

Cuadro Nº 24: Empresas que colocaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú 2006

EMPRESAS QUE COLOCARON MAYORES MONTOS 2006			
DOLARES \$		SOLES S/.	
Pluspetrol Camisea S.A.	150,000	Telefónica del Perú S.A.A.	404,130
Minera Yanacocha S.R.L.	100,000	Telefónica Móviles S.A.	272,000
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	90,000	Corporación Andina de Fomento -CAF	248,400
Telefónica Móviles S.A.	60,000	Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	193,600
Minera Barrick Misquichilca S.A.	50,000	Edelnor S.A.A.	168,450

EMPRESAS QUE COLOCARON MENORES MONTOS 2006			
DOLARES \$		SOLES S/.	
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	3,000	Gloria S.A.	40,000
Financiera Cordillera S.A.	5,000	Financiera Cordillera S.A.	48,390
Citibank del Perú S.A.	10,000	Edegel S.A.A.	80,000
Ferreyros S.A.A.	10,000	Saga Falabella S.A.	90,000
Telefónica Móviles S.A.	50,000	Citibank del Perú S.A.	100,000

Cuadro Nº 25: Empresas que colocaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú 2007

EMPRESAS QUE COLOCARON MAYORES MONTOS 2007			
DOLARES \$		SOLES S/.	
Red de Energía del Perú S.A.	60,000	Telefónica del Perú S.A.A.	596,065
BBVA Banco Continental	48,502	Gloria S.A.	240,000
Ferreyros S.A.A.	40,000	Edegel S.A.A.	195,000
Supermercados Peruanos S.A.	19,005	Cementos Lima S.A.	160,000
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	10,000	Luz del Sur S.A.A.	154,050

EMPRESAS QUE COLOCARON MENORES MONTOS 2007			
DOLARES \$		SOLES S/.	
Ransa Comercial S.A.	7,000	Supermercados Peruanos S.A.	21,540
Edegel S.A.A.	8,000	Edyficar	25,000
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	10,000	Saga Falabella S.A.	25,000
Supermercados Peruanos S.A.	19,005	BBVA Banco Continental	40,000
Ferreyros S.A.A.	40,000	Yura S.A.	40,000

Cuadro Nº 26: Empresas que colocaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú 2008

EMPRESAS QUE COLOCARON MAYORES MONTOS 2008

DOLARES \$		SOLES S/.	
Ferreyros S.A.A.	33,000	Banco de Crédito del Perú	410,000
Edegel S.A.A.	19,720	Telefónica del Perú S.A.A.	276,040
Palmas del Espino	16,859	Scotiabank Perú	250,000
Enersur	10,000	Edelnor S.A.A.	198,465
Banco Financiero del Perú	5,650	Corporación José R. Lindley	138,410

EMPRESAS QUE COLOCARON MENORES MONTOS 2008

DOLARES \$		SOLES S/.	
Banco Financiero del Perú	5,650	Edegel S.A.A.	28,300
Enersur	10,000	Edyficar	30,000
Palmas del Espino	16,859	Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	30,000
Edegel S.A.A.	19,720	Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	36,870
Ferreyros S.A.A.	33,000	Yura S.A.	50,000

5.4 MONTOS MÁXIMOS Y MÍNIMOS COLOCADOS POR EMPRESA MEDIANTE BONOS CORPORATIVOS DURANTE EL PERÍODO 2003-2008

A continuación se presenta los montos máximos y mínimos colocados en soles por empresa mediante bonos corporativos durante el período 2003-2008.

Cuadro N° 27: Montos máximos y mínimos colocados en soles por empresa mediante bonos corporativos 2003-2008
(En miles de soles)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008	MAXIMO	MINIMO
Alicorp S.A.A.					63,700		63,700	63,700
Banco de Crédito del Perú		20,000	120,000	151,000	150,000	410,000	410,000	20,000
Banco Ripley						100,050	100,050	100,050
Cementos Lima S.A.					160,000	60,000	160,000	60,000
Citibank del Perú S.A.				100,000			100,000	100,000
Corporación José R. Lindley						138,410	138,410	138,410
Duke Energy Egenor S. en C.por A.			113,890				113,890	113,890
Edegel S.A.A.	250,000	50,000	153,070	80,000	195,000	28,300	250,000	28,300
Edelnor S.A.A.	40,000	150,000	60,000	168,450	150,000	198,465	198,465	40,000
Edyficar					25,000	30,000	30,000	25,000
Electroandes S.A.	104,460						104,460	104,460
Enersur					120,700	84,105	120,700	84,105
Financiera Cordillera S.A.			17,105	48,390			48,390	17,105
Gloria S.A.	52,125	35,000	122,000	40,000	240,000		240,000	35,000
Luz del Sur S.A.A.	173,970	138,760	85,020	167,060	154,050	70,800	173,970	70,800
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	30,000				60,000	30,000	60,000	30,000
Palmas del Espino					88,500		88,500	88,500
Red de Energía del Perú S.A.	69,540						69,540	69,540
Saga Falabella S.A.				90,000	25,000		90,000	25,000
Scotiabank Perú					56,660	250,000	250,000	56,660
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	55,000	30,000					55,000	30,000
Telefónica Móviles S.A.				272,000			272,000	272,000
Transportadora de Gas del Perú S.A.		236,600	28,960				236,600	28,960
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	87,050						87,050	87,050
Yura S.A.	34,600				40,000	50,000	50,000	34,600
TOTAL MONTO COLOCADO	896,745	660,360	700,045	1,116,900	1,528,610	1,450,130	3,510,725	1,723,130

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

A continuación se presenta los montos máximos y mínimos colocados en dólares por empresa mediante bonos corporativos durante el período 2003-2008.

Cuadro Nº 28: Montos máximos y mínimos colocados en dólares por empresa mediante bonos corporativos 2003-2008

(En miles de dólares)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008	MAXIMO	MINIMO
Alicorp S.A.A.	5,000	5,000					5,000	5,000
Banco Financiero del Perú						5,650	5,650	5,650
BBVA Banco Continental		48,840			48,502		48,840	48,502
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000						80,000	80,000
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.		4,000	3,000	3,000			4,000	3,000
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	40,000		75,000				75,000	40,000
Edegel S.A.A.		20,000	20,000		8,000	19,720	20,000	8,000
Electroandes S.A.	70,000						70,000	70,000
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.			32,000				32,000	32,000
Enersur						10,000	10,000	10,000
Ferreyros S.A.A.	15,000	15,000	25,000	10,000	40,000	33,000	40,000	10,000
Gloria S.A.	3,000						3,000	3,000
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.					10,000		10,000	10,000
Minera Barrick Misquichilca S.A.			50,000	50,000			50,000	50,000
Minera Yanacocha S.R.L.				100,000			100,000	100,000
Palmas del Espino						16,859	16,859	16,859
Quimpac S.A.		20,000					20,000	20,000
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000						50,000	50,000
Supermercados Peruanos S.A.					19,005		19,005	19,005
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847						57,847	57,847
Transportadora de Gas del Perú S.A.		200,000	71,098				200,000	71,098
Universidad San Martín De Porres			15,000				15,000	15,000
TOTAL MONTO COLOCADO	320,847	312,840	291,098	163,000	125,507	85,229	932,201	724,961

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

5.5 CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE CRÉDITO PERUANO

Sobre la base de la información recogida en el año 2002 y complementada en el año 2004, se establece una agrupación del mercado de crédito en seis segmentos²³⁹.

Estos seis segmentos constituyen una partición del universo de prestatarios que coincide en gran medida con la que emplean los bancos para tomar sus decisiones estratégicas, tácticas y operativas respecto a:

- a) La asignación de recursos operativos y administrativos para la captación, evaluación, selección y seguimiento de clientes crediticios;
- b) La determinación de la tasa de retorno, los márgenes de ganancia, y, por ende, las tasas de interés activas que exigen a su cartera de crédito.

El criterio dominante para la selección de los segmentos ha sido la práctica de gestión bancaria en lo referente al cálculo y proyecciones de costos y rentabilidades.

Sobre la base de estas consideraciones, es posible establecer, para el sistema financiero peruano, una partición del mercado de crédito en los siguientes segmentos:

1. Corporativo.- Constituido por empresas domésticas con ventas anuales mayores a US\$ 10 millones, así como filiales de empresas multinacionales. Al tener acceso a los mercados de capitales interno y externo, tienen un alto poder de negociación frente a los bancos;
2. Mediana Empresa.- Conformado por compañías con ventas anuales entre US\$ 1 y US\$ 10 millones. El poder de negociación de este segmento es variable y depende del acceso que tengan al mercado de capitales doméstico;
3. Pequeña Empresa.- Integrado por prestatarios con ventas anuales menores de US\$ 1 millón, que usualmente no tienen acceso al mercado de capitales;
4. Microfinanzas.- Este segmento tiene dos componentes: (i) microempresas, que son personas naturales o jurídicas con un endeudamiento con el sistema financiero menor a US\$ 30 000 o su equivalente en soles y demandan crédito para financiar actividades productivas, comerciales o de prestación de servicios; y (ii) personas de bajos ingresos que demandan crédito de consumo.
5. Crédito de Consumo.- Personas naturales de estratos de ingresos alto y medio, que demandan créditos para atender el pago de bienes, servicios de uso personal o gastos no relacionados con una actividad empresarial. Incluye a los usuarios de tarjetas de crédito y préstamos personales.
6. Préstamos Hipotecarios.- Personas naturales que demandan crédito amparado en garantía hipotecaria, destinado a financiar la construcción o adquisición de viviendas propias.

²³⁹ Banco Central de Reserva del Perú, "El Costo del Crédito en el Perú" 2002 (capítulo V).

Esta clasificación toma como base los tipos de crédito establecidos por la regulación de la SBS, con la excepción del segmento de microfinanzas, el cual ha sido definido como la unión del sector de microempresas y el subsegmento de créditos de consumo de bajos ingresos. Esta agrupación se ha adoptado por cuanto refleja más adecuadamente la estructura empleada por los bancos para la toma de decisiones.

5.6 ESTRUCTURA DE LOS COSTOS DE EMISIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

El proceso de emisión y colocación de bonos corporativos representa una alternativa de financiamiento que involucra costos de diversa naturaleza, los cuales pueden presentar variaciones significativas dependiendo de la situación particular de la empresa que emite los valores.

El costo de los pasivos a largo plazo es mayor que el financiamiento a corto plazo, debido al grado de incertidumbre relacionado con el futuro. Los factores que afectan el costo de la deuda a largo plazo son:

1. Vencimiento del préstamo.
2. Tamaño del préstamo.
3. Riesgo financiero del prestatario.
4. Costo básico del dinero.

En ese sentido, el costo de la deuda puede definirse como el rendimiento que los prestamistas requieren sobre la deuda de la empresa. El costo de la deuda de largo plazo representa el costo presente de la obtención de fondos de largo plazo mediante préstamos.

Una empresa que requiere fondos busca minimizar su costo financiero. El costo financiero es el costo en que incurre un agente deficitario al momento de financiarse con deuda, el mismo que puede ser a través de un crédito bancario o mediante la emisión de bonos en el mercado de valores.

Normalmente, las empresas recurren al financiamiento mediante el mercado de valores cuando resulta insuficiente el capital proporcionado por el sistema bancario.

La mayoría de los pasivos a largo plazo de una empresa se contraen mediante la venta de bonos. Los ingresos netos de la empresa provenientes de la venta de un bono son los fondos que reeditúan la venta después de que ya han sido pagadas todas las cuotas de corretaje y garantía.

Una empresa al momento de realizar una Oferta Pública Primaria de Bonos Corporativos incurre en una serie de costos, los cuales influyen significativamente en la decisión de financiamiento de las empresas. La mayoría de costos de emisión

que enfrentan las empresas emisoras de Bonos Corporativos se encuentran dentro de la categoría de costos fijos²⁴⁰. Se consideran así aquellos costos que son independientes de los montos de emisión. Es importante destacar que el costo varía según el tipo de instrumento, riesgo de la emisión, compromiso de colocación y el monto de la emisión.

Para la gran empresa, desde el momento mismo en que decide salir en busca de recursos para financiar su activo fijo, capital de trabajo o reestructurar deudas, tiene que determinar el monto a financiar que le permita abaratar el costo financiero.

En el caso de emisiones en el mercado de capitales, las primeras erogaciones están en la búsqueda de la calificación, la inscripción ante el Registro Público del Mercado de Valores, la contratación de una firma que estructure el proceso de emisión del bono, el registro ante la Bolsa de Valores de Lima, contratar con el representante de los tenedores de los bonos.

En síntesis, toda empresa que esté interesada en emitir bonos corporativos debe tener en cuenta los costos siguientes²⁴¹ :

1. Primera Fase : PREPARACIÓN DE LA EMISIÓN

- Estructuración²⁴²
- Derechos Notariales
- Asesoría legal
- Elaboración del prospecto marco y contrato de emisión
- Roadshow²⁴³

2. Segunda Fase : OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS

- Clasificación de riesgo²⁴⁴
- Registro de inscripción (CONASEV)
- Inscripción CAVALI

²⁴⁰ REVISTA IBEROAMERICANA DE MERCADOS DE VALORES, El Mercado de Valores como Fuente Alternativa de Financiamiento para la Pequeña y Mediana Empresa en el Perú; julio 2002, página 14.

²⁴¹ Reglamento de Oferta Pública y de Venta de Valores Mobiliarios (Res. Conasev N° 141-1998-EF/94.10; Res. Conasev N° 107-2003-EF/94.10); Texto Único Ordenado de Ley del Mercado de Valores (DS N° 093-2002); "La Financiación de PYMES y los Mercados de Valores", Farah Manssur - Estudio Eche copar; diarios diversos.

²⁴² Consiste en el estudio y diseño propiamente dicho de la emisión. Es pues, estudiar el mercado y proponer al cliente (empresa emisora) las características que debe tener la emisión. Este costo precisamente es uno de los que hace inviable económicamente las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, ya que independiente del monto a emitir es un costo fijo que debe asumir el emisor.

²⁴³ Proceso por el cual, se efectúan las presentaciones de la empresa emisora a los diversos clientes inversionistas elegibles y seleccionados por el banco de inversión. Esta es básicamente una labor de mercadeo del activo financiero ofertado por la empresa emisora. Para tal fin, el banco de inversión (underwriter) prepara un programa de visitas a los distintos inversionistas y cuya ejecución permite realizar exposiciones sobre la empresa emisora (su entorno) y fundamentalmente sobre la naturaleza de los valores, entregándose en estas sesiones un prospecto informativo acerca de la colocación del activo financiero. En este documento se muestra detalladamente la cantidad de valores ofertados, las características de la emisión, el precio del activo financiero, entre otros aspectos.

²⁴⁴ El artículo 280 de la LMV exige que las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deberán contratar los servicios de cuando menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores. Este costo es otro de los que hace inviable económicamente las ofertas públicas de bonos corporativos.

- Inscripción BVL
- Actualización Registros Públicos Contrato de Emisión
- Actualización impresión Prospecto Marco
- Publicación Diario Oficial El Peruano y diario de mayor circulación
- Contrato de colocación:
 - Underwriting en firme²⁴⁵
 - Underwriting de Mejores Esfuerzos - Best Effort²⁴⁶

3. Tercera Fase : MANTENIMIENTO DE LA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS

- Comisión al Representante de los Obligacionistas²⁴⁷
- Derechos de CAVALI
- Derechos de cotización BVL
- Derechos de cotización CONASEV

De los costos analizados, hay tres que encarecen las emisiones de bonos corporativos en el Perú, los cuales se encuentran regulados en los artículos 50, 56 y 280 de la LMV.

Es así que el artículo 50 de la LMV establece expresamente que en las ofertas públicas de valores es obligatoria la intervención de un agente de intermediación, salvo en los casos contemplados en los artículos 63 y 127 y en la colocación primaria de certificados de participación de los fondos mutuos y los fondos de inversión. Esto significa que en la fase de colocación de las ofertas públicas primarias es obligatoria la intervención de un underwriter.

El artículo 56 considera que el prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas, entre los cuales se señala en el inciso “d” el nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor, es decir, este inciso obliga a las empresas emisoras incluir una entidad estructuradora, si bien es cierto, esta se encarga de diseñar propiamente la emisión, sin

²⁴⁵ Al respecto, se debe precisar que nuestra LMV en su artículo 194 establece las operaciones facultadas a las sociedades agentes. En ese sentido, ésta constituye una operación del mercado primario de valores mediante el cual, se *suscribe o garantiza* una nueva emisión de valores, total o parcialmente, para distribuir los títulos posteriormente entre el público y los inversionistas institucionales.

²⁴⁶ Esta modalidad no se encuentra regulada en forma expresa. Sin embargo, significa “de la mejor manera o según los mayores esfuerzos”. En el mercado de valores, es el acuerdo mediante el cual, los bancos no se comprometen formalmente a la concesión del préstamo o colocación de todos los valores, sino que se limitan a indicar al agente deficitario su disposición a esforzarse en ese objetivo, con arreglo a las condiciones propuestas, pero con el derecho a devolverle los valores que no haya podido vender.

²⁴⁷ El artículo 87 de la LMV contempla que toda emisión de bonos requiere de la designación del representante de los obligacionistas, excepto cuando las emisiones se encuentren dirigidas a inversionistas institucionales bajo las condiciones que CONASEV establezca. Las cláusulas del contrato a celebrarse entre el representante de obligacionistas y el emisor contienen los compromisos de carácter económico-financiero que restringen o limitan las actividades del emisor durante la vigencia de la emisión. La finalidad de estas cláusulas es reducir el riesgo de cumplimiento de la obligación a emitirse.

embargo, en una economía de mercado no es necesario obligar a las empresas a que una estructuradora se encargue de esto.

Además de los dos artículos anteriores, el artículo 55 de la LMV estipula que CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, puede exceptuar en todo o en parte del cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 54 de la LMV cuando se trate de determinadas categorías de colocaciones, tomando en cuenta la naturaleza del emisor, los valores a emitirse, la cuantía de la emisión, el número de los inversionistas a los que ésta va dirigida, las especiales características que revistan u otras circunstancias que estime justificadas. Al respecto, este artículo permite la discrecionalidad a CONASEV, cuando resultaría necesario que en forma expresa se establezca en la ley los criterios para tal excepción, que justamente es materia de la presente investigación.

Finalmente, el artículo 280 de la LMV establece que las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen las clasificación permanente de esos valores. Asimismo sostiene que en los demás casos, la clasificación de riesgo es facultativa. CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, podrá establecer excepciones a la obligación antes señalada, o que la misma se limite a contratar los servicios de una sola clasificadora.

5.6.1 COSTO DE LOS PASIVOS A LARGO PLAZO ²⁴⁸

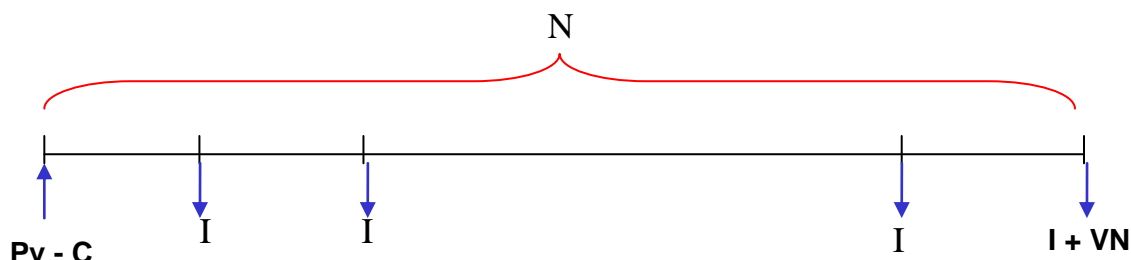
Los bonos corporativos emiten las empresas con la finalidad de captar fondos de los inversionistas con la finalidad de captar recursos para financiar el activo fijo, reestructurar deudas o simplemente para capital de trabajo. Resultan atractivos para las empresas porque no necesariamente están respaldados con garantías específicas a diferencia de los créditos bancarios donde generalmente se gravan activos fijos como garantía.

Los emisores de bonos corporativos tienen la posibilidad de diseñarlos de acuerdo con las características que se ajusten y convengan a sus propios requerimientos de financiamiento y en función a un estudio de demanda de este tipo de instrumentos.

La mayoría de los pasivos a largo plazo de una empresa se contraen mediante la venta o colocación de bonos por parte del agente deficitario o demandante de fondos prestables.

Los ingresos netos de la empresa provenientes de la venta de un bono son los fondos que reeditúan la venta después de que ya han sido pagadas todas las cuotas de corretaje y garantía. El costo de la deuda se obtiene por medio del cálculo de la tasa interna de rentabilidad (TIR) sobre los flujos de efectivo de una obligación. Desde el punto de vista del emisor, este valor se conoce como el costo de la deuda (k_d).

²⁴⁸ RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir – TRUJILLO ACOSTA Juan E., Lecciones de Economía para Ingenieros; Facultad de Ingeniería y Arquitectura – Universidad de San Martín de Porres, Lima 2004, página 142.



N	:	Plazo (período de redención) del bono
Pv	:	Precio de venta
I	:	Intereses (cupones)
VN	:	Valor nominal, a ser honrado por la empresa a su vencimiento
C	:	Comisiones de venta y gastos de emisión

$$Pv - C = \frac{I}{1 + k_d} + \dots + \frac{I + VN}{(1 + k_d)^N}$$

La determinación de k_d representa el costo implícito del bono, es decir, el costo promedio anual en que incurre la empresa emisora de bonos corporativos.

5.6.2 ANÁLISIS DEL COSTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

La emisión de bonos, por consistir en una deuda es más costoso que la emisión de acciones, ya que el emitir bonos implica el pago periódico (que puede ser trimestral, semestral o anual) de los cupones o intereses. Además la Ley del Mercado de Valores establece que las empresas que emitan por oferta pública primaria de valores representativos de deuda deberán contratar los servicios de por lo menos dos (2) clasificadoras de riesgo, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores. Lo cual representa un costo para la empresa aproximadamente de US \$ 12 000 anuales. Para el presente estudio hemos establecido un horizonte de 5 años, por lo que una empresa que requiera emitir bonos deberá pagar en promedio por clasificación de riesgo alrededor de US\$ 60 000; lo que constituye un elevado costo para las empresas, más aún si se trata de dos empresas clasificadoras de riesgo. Este factor conjuntamente con la información que se debe proporcionar al mercado son las causas fundamentales por las cuales las empresas en general, no concurren al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento. Se ha determinado que son pocas las empresas que han recurrido al Mercado primario de valores como alternativa de financiamiento. Esto se debe a las razones explicadas.

Por otro lado, la empresa que emita bonos debe contar con un representante de obligacionistas, el mismo que representa un gasto para la empresa (0.035% anual del total de la emisión autorizada).

En lo relacionado al contrato de colocación (ya sea mediante Underwriting en firme o Underwriting Best Effort), gastos de asesoría, publicidad, derechos notariales y derechos de registro tanto la emisión de bonos como la emisión de acciones tienen el mismo costo.

De todos los costos analizados anteriormente, se identificó que dos de ellos, constituyen restricciones u obstáculos para las medianas empresas que estén dispuestas a realizar una emisión de bonos corporativos.

5.6.2.1 Costos de emisión de bonos corporativos en el mercado de capitales peruano

Los costos de emisión son aquellos en los que el Agente Deficitario incurre para poder efectuar una Oferta Pública Primaria (OPP) de bonos sin considerar la tasa de rendimiento ofrecida a los inversionistas (tasa cupón). Incluyen los gastos de estructuración, inscripción, clasificación, colocación, entre otros. En ese sentido, en el cuadro siguiente, se puede apreciar los costos de emisión de bonos corporativos en el mercado peruano de capitales.

Es importante destacar que de acuerdo con el estudio realizado durante el período 2003-2008, el monto de una emisión de bonos corporativos debe ser lo suficientemente considerable para permitir el abaratamiento de la deuda (menor costo financiero para el agente deficitario). Esto permite que el costo sea significativamente menor en comparación con una emisión relativamente pequeña.

De otro lado, es importante tener en cuenta que la emisión de bonos no debe superar el valor del patrimonio de la empresa, ya que este patrimonio sirve de garantía para la realización de la emisión. Asimismo, ofrece confianza y seguridad para los inversionistas a quienes está dirigida la emisión.

También destaca que una de las ventajas para la firma emisora es que el riesgo de la colocación no lo asume ella, sino el banco de inversión. Esto se debe a que en la modalidad underwriting en firme, el banco de inversión garantiza la emisión de valores, total o parcialmente, para distribuir los títulos posteriormente entre el público y los inversionistas institucionales.

Las empresas, al emitir acciones, cuidan la propiedad de la misma. Motivo por el cual, así resulte más conveniente que una emisión de bonos, prefieren no recurrir a esta vía, ya que no quieren delegar o compartir la propiedad con otros inversionistas. Por ejemplo, en el año 1994, Cervesur prefirió emitir bonos antes que acciones, con ello buscó mantener la propiedad de la compañía sin necesidad de compartir la dirección de la misma, asimismo, se debe destacar que fue la primera empresa que realizó una emisión de bonos corporativos en soles²⁴⁹.

Utilizando la metodología de Zervos, se estimaron los costos de emisión de deuda corporativa en el mercado peruano de capitales para diferentes montos de emisión, encontrándose que una emisión de bonos

²⁴⁹ Memoria Anual CONASEV 1995.

corporativos por US\$ 10 millones genera un costo de transacción de 2,4% del total emitido; mientras que una de US\$ 1 millón, uno de 5,1%. Cabe señalar que el monto de emisión de US\$ 10 millones es de singular importancia, ya que la Conasev ha estimado que dicho monto de emisión permite diluir los costos de emisión de una empresa corporativa (con una clasificación local de riesgo entre AA y AAA).

Cuadro N° 29: Costos de Emisión de Bonos Corporativos en el Mercado Peruano de Capitales

Costos	Valor nominal de la emisión (en US\$ millones)		
	1	10	50
Estructuración	10 000	100 000	500 000
Legales	11 435	101 435	501 435
Regulatorios	1 420	5 200	22 000
Publicidad	1 377	1 377	1 377
Registro	475	3 850	18 850
Mantenimiento	360	3 600	18 000
Rep. de obligacionistas	350	3 500	17 500
Impresión	2 029	2 029	2 029
Clasificación de riesgo	24 000	24 000	24 000
Total	51 446	244 991	1 105 191
como % del monto	5,1	2,4	2,2

Fuente: Conasev, BVL, Cavali y áreas de mercado de capitales de diversos bancos.

Serie de Documentos de Trabajo del Banco Central de Reserva del Perú- Junio 2006 / DT. N°. 2006-004 / Gerencia de Estabilidad Financiera.

De este cuadro se concluye que mientras mayor sea el monto de emisión de bonos corporativos, menor será el costo de emisión como porcentaje del valor nominal de la emisión.

Al respecto, debe precisarse que un costo de esta magnitud (primer caso), hace inviable económicamente las ofertas públicas primarias de bonos corporativos de montos pequeños (por ejemplo cuando el monto de emisión es solamente de 1 millón de dólares), lo que permite contrastar la hipótesis general.

Los costos de acceso a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos indican que el monto mínimo de una emisión no debe ser menor a US\$ 10 millones para que una empresa con riesgo AAA considere rentable emitir deuda, de lo contrario, no podría cubrir sus costos fijos.

De lo anterior, deducimos que dada la situación actual de nuestra legislación, en términos de costos, cuando una empresa requiera financiamiento por un monto menor a los US \$ 10,000,000 le resulta conveniente financiarse mediante el crédito bancario, ya que le resultará un financiamiento con menor costo.

Por el contrario, si la empresa, decide financiar un monto superior a los US \$ 10,000,000 es aconsejable que recurra a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos como la mejor alternativa de financiamiento, ya que

reduciría sus costos de financiamiento considerablemente. Sin embargo, de acuerdo con el estudio realizado de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, es sobre todo para las grandes empresas.

Este monto mínimo de emisión se convierte en un obstáculo para las medianas empresas, ya que estas empresas requieren un financiamiento menor.

Sin embargo, “el factor costos” no es el único que debe ser considerado por la empresa emisora; también resulta fundamental gozar de la confianza de los inversionistas del mercado de valores, quienes son sensibles al riesgo en todos sus aspectos.

Otro factor importante que debe tener en cuenta la empresa emisora es el relacionado a los requerimientos por parte de CONASEV, ya que ésta establece como requisitos para el emisor su previa inscripción del valor y del prospecto en el Registro Público del Mercado de valores, *la obligación de contar con un agente colocador, entidad estructuradora o en su caso de representante de obligacionistas.*

La inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores implica además poner a disposición de este registro un sistema integrado de revelación permanente de información al mercado respecto de los valores que se transan en el mismo, de manera que la información de los mercados primario y secundario se encuentre, en la medida de lo posible, dentro de los estándares similares de calidad, lo que propicia la correcta formación del precio de los valores en ambos mercados y tiene como efecto adicional la posibilidad de reducir los costos asociados a la revelación de la información para las personas obligadas. Las empresas peruanas en su mayoría, han demostrado ser renuentes a proporcionar su información al mercado, es decir, no desean hacer pública la información referente a la marcha de sus empresas.

Debido a que en nuestro país la necesidad de financiamiento de una empresa se sitúa en aproximadamente 10 millones de dólares, a continuación se presenta el detalle de los costos de emisión por etapas de una oferta pública primaria de bonos corporativos.

El Modelo de Equilibrio de Activos Financieros - MEAF (CAPM - Capital Asset Pricing Model) también denominado Modelo de Sharpe, se utiliza para determinar el costo de oportunidad del capital. En el ámbito financiero, el costo de oportunidad del capital, conocido como tasa de descuento o tasa mínima de rendimiento aceptable es la alternativa más valiosa que se sacrifica; es aquella tasa que se utiliza para determinar el valor actual de los flujos de efectivo esperados que genera un proyecto y representa la rentabilidad que se le debe exigir al proyecto por renunciar a un uso alternativo de los recursos financieros en proyectos de riesgos similares.

El modelo está referido a la diversificación del riesgo. Propone que el rendimiento esperado sobre una cartera bien diversificada debería (en una relación lineal) ser igual a la tasa de rendimiento sin riesgo más una cantidad

que es proporcional al beta de la cartera, es decir: $r^e = r_f + \beta (r_m - r_f)$; donde « r^e » es la rentabilidad esperada, « β » es beta, « r_f » es la tasa de interés libre de riesgo y « r_m » es la rentabilidad del mercado.

El CAPM tiene una sencilla interpretación. La tasa de rentabilidad esperada exigida por los inversionistas depende de dos factores: 1) la compensación por el valor del dinero en el tiempo (tasa de interés sin riesgo) y 2) la prima de riesgo, que depende de beta y de la prima de riesgo de mercado ($r_m - r_f$).

VALOR MOBILIARIO	BONO CORPORATIVO	TASA PORCENTUAL
PLAZO	5 años	
MONEDA	Dólares Americanos	
SUPUESTOS	Se aplica una tasa de descuento promedio de las empresas del Perú, en dólares	
	$TD = r_f + b$ (prima de riesgo)	
	$r_f =$ tasa libre de riesgo ²⁵⁰	4.50%
	$b =$ beta del mercado = 1 ²⁵¹	
	Prima de riesgo para Perú = la obtenida del trabajo elaborado por Javier Estrada (Prof. Dpto de Finanzas de IESE - Escuela de Negocios de Barcelona, España).	18.67%
	$TD =$ Tasa de Descuento Promedio para Perú ²⁵²	23.17%
	Monto de la Emisión	\$10,000,000.00

²⁵⁰ La tasa libre de riesgo es la tasa de interés de un activo financiero prácticamente libre de riesgo. Generalmente, se toman como tales a los Bonos del Tesoro.

²⁵¹ Beta se obtiene de dividir el grado de riesgo del activo entre el grado de riesgo de la Bolsa. Representa el riesgo de un activo respecto al de la Bolsa en su conjunto. Índice estadístico de la sensibilidad de los cambios en el precio de un activo financiero a los cambios en el valor de la totalidad del mercado o de los activos en general.

Mide la intensidad con que los inversionistas esperan que varíe el precio de una acción por cada punto porcentual de la variación del mercado. Consecuentemente, beta representa la volatilidad de la acción (o de la cartera); también, representa un coeficiente de sensibilidad de la rentabilidad de una acción (Índice de lucratividad) a las fluctuaciones del rendimiento del mercado (Índice del Mercado Bursátil).

Si $\beta = 1$, cualquier variación en el rendimiento del mercado, lleva a una variación igual en el rendimiento del activo financiero bajo análisis (acciones de volatilidad normal: títulos normales).

²⁵² Se denomina tasa de descuento porque descuenta el valor del dinero del futuro (flujos de efectivo esperados) a su equivalente en el presente. Es la tasa utilizada para calcular o determinar el valor actual o valor presente de los flujos de efectivo esperados (flujos de caja neto); se utiliza para convertir valores futuros en valores presentes. A los flujos de efectivo esperados traídos al tiempo cero se les denomina flujos descontados.

La tasa de descuento es la tasa de referencia o guía que sirve para evaluar la conveniencia económica y financiera de un proyecto; es aquella tasa que se utiliza para determinar el valor actual de los flujos de efectivo esperados que genera un proyecto y representa la tasa de rendimiento que se le debe exigir al proyecto por renunciar a un uso alternativo de los recursos financieros en proyectos de riesgos similares. En otras palabras, la tasa de descuento es la alternativa más valiosa que se sacrifica; es aquella tasa que se utiliza para determinar el valor actual de los flujos de efectivo esperados que genera un proyecto y representa la rentabilidad que se le debe exigir al proyecto por renunciar a un uso alternativo de los recursos financieros en proyectos de riesgos similares.

En nuestro país, el proceso de emisión de bonos corporativos se efectúa a través de tres etapas:

- I. **Preparación de la emisión.** En esta etapa, la empresa elige el banco que actuará como estructurador y colocador de los instrumentos de deuda. Una vez elegido el estructurador, se elabora el Prospecto Marco que contiene las características generales de la emisión (monto, moneda, plazo, etc.) y el Contrato de Emisión que reúne los derechos y los deberes del emisor y del representante de los obligacionistas.
- II. **Oferta pública primaria de bonos corporativos.** Para realizar la oferta pública de sus valores, la empresa debe contratar dos clasificadoras de riesgo, solicitar el registro del Prospecto Marco en el Registro Público del Mercado de Valores de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev), inscribir el bono en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), entre otras tareas. El día programado para la emisión, el agente colocador realiza la venta de los valores bajo la modalidad de “mejor esfuerzo” y envía los resultados de la emisión a los agentes reguladores del mercado.
- III. **Mantenimiento de la oferta pública primaria de bonos corporativos.** La empresa emisora debe realizar pagos mensuales a la Conasev, la BVL y Cavali (entidad de compensación y liquidación de la BVL). Asimismo, debe retribuir anualmente al representante de los obligacionistas quien debe informar a la Conasev sobre la evolución de las condiciones de la emisión.

El detalle de cada uno de los componentes de los costos se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 30 : Proceso de Emisión de Bonos Corporativos			
Etapas	Actividades	Costos	Duración
I. Preparación de la emisión	* Elección del estructurador y colocador	* Estructuración: 0,85% del monto por emitir.	4 meses
	* Recomendación del valor a emitir		
	* Due Dilligence del estructurador		
	* Elaboración Prospecto Marco (PM: emisor-estructurador) y Contrato Emisión (CE: emisor-representante de obligacionistas)	* Gastos registrales: US\$ 1 000 (1 UIT) (por programa). * Asesoría legal: 1% del monto por emitir * Impresión PM (100 unids.): US\$ 1 449 (por programa)	
II. Oferta Pública Primaria de Bonos Corporativos (OPPBC)	* Clasificaciones de riesgo (2 clasificadoras)	* US\$ 2 000 mensual (por programa)	1 – 18 semanas
	* Solicitud del registro del PM e inscripción del Programa o Emisión en RPMV (Conasev): Trámite anticipado.	* 1 UIT (US\$ 1 000) (Por programa)	7 - 15 - 30 días; dependiendo emisor y valor.
	* Requisitos: PM, CE, 2 clasific. riesgo		

	* Conasev publica Resolución inscribiendo el Programa o Emisión.	* Publicación de Resolución en el diario El Peruano.	Empresa cuenta con 9 meses para emitir (prórroga 9 meses).
	* Conasev comunica inscripción valor a BVL (negociación secundaria) y a Cavali (desmaterialización, pagos de cupón).	* BVL: 0,0375% del monto por emitir	
		* Cavali: US\$ 100	
	* Actualiza PM (Prospecto Complementario) y CE (Contrato Complementario)	* Registros Públicos CE Complementario: US\$ 435 (por emisión)	
		* Impresión del PM Complementario (100 unids.): US\$ 580 (por emisión).	
	* Entregar a SBS características del bono y procedimiento de colocación (Anexo XI de Resolución 052-98-EF/SAFP).		Mínimo 2 días antes de colocación.
	* Publica Aviso de OPP: diario oficial y diario de mayor circulación.	* Publicación diario El Peruano (US\$ 377 por emisión) y Gestión (US\$ 1 000).	Mínimo 1 día antes de colocación.
	* Colocación bajo la modalidad de "Underwriting en firme".	* Comisión colocación: 0,15% del total emitido.	
	* Se envía resultados a Conasev (incluye el Libro de Demanda), BVL y SBS (Anexo XII de Resolución 052-98-EF/SAFP).		Máximo 1 día después de colocación.
III. Mantenimiento de OPPBC	* Contribución mensual Conasev, BVL (derecho de cotización) y Cavali.	* Conasev: 0,0035% mensual	
		* BVL: 0,002% mensual	
		* Cavali: 0,001% mensual (Mín. US\$ 100; Máx US\$ 300)	
	* Pago Representante Obligacionistas (RO). * RO debe informar a Conasev sobre evolución de condiciones de la emisión.	* 0,035% anual sobre saldo vigente (por programa).	Máx. 5 días después de envío de EEEF.
* Envío de Estados Financieros trimestrales y anuales a Conasev (vía el MVNet).		Fechas límite: 30/1; 30/4; 30/7; 30/10	

Fuentes: Reglamento de Oferta Pública y de Venta de Valores Mobiliarios (Res. Conasev N° 141-1998-EF/94.10; Res. Conasev N° 107-2003-EF/94.10); Texto Único Ordenado de Ley del Mercado de Valores (DS N° 093-2002); "La Financiación de PYMES y los Mercados de Valores", Farah Manssur - Estudio Echeopar; diarios diversos.

El cálculo de los costos de emisión de una oferta pública primaria de bonos corporativos se efectúa en las siguientes tablas:

1RA ETAPA : PREPARACIÓN DE LA EMISIÓN							
		Única Vez	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
ESTRUCTURACIÓN (0.85%)	0.0085	\$85,000.00					
DERECHOS NOTARIALES		\$1,000.00					
ASESORÍA LEGAL (0.35%)	0.0035	\$35,000.00					
ELABORACIÓN DEL PROSPECTO MARCO Y CONTRATO DE EMISIÓN	(100 unidades) por emisión	\$1,500.00					
ROADSHOW		\$2,000.00					
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$124,500.00					

2DA ETAPA : OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS (OPPBC)							
		Única Vez	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
CLASIFICACIÓN DE RIESGO (2 empresas) ²⁵³	\$12,000.00		\$24,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00
VALOR PRESENTE (Clasificación de riesgo) ²⁵⁴			\$67,042.90				
REGISTRO E INSCRIPCIÓN (CONASEV)	(1 UIT)	\$1,000.00					
INSCRIPCIÓN CAVALI		\$100.00					
INSCRIPCIÓN BVL (0.0375%)	0.000375	\$3,750.00					
ACTUALIZACIÓN REG. PUBLICOS CONTRATO DE EMISIÓN COMPLEMENTARIO	Por emisión	\$500.00					
ACTUALIZACIÓN E IMPRESIÓN DEL PROSPECTO MARCO COMPLEMENTARIO	(100 unidades) por emisión	\$600.00					
PUBLICACIÓN DIARIO OFICIAL EL PERUANO Y DIARIO DE MAYOR CIRCULACIÓN	El Peruano (\$400) y Gestión (\$1000)	\$1,400.00					
COLOCACIÓN EN FIRME (0.15%)	0.00150	\$15,000.00					
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$89,392.90					

²⁵³ En las condiciones actuales, sin flexibilización normativa, se exige que sean 2 las Empresas Clasificadoras de Riesgo, que opinen acerca de la situación financiera de la empresa emisora de bonos corporativos.

²⁵⁴ Valor presente (VP) o valor actual de una futura cantidad de dinero, evaluados a una tasa de descuento o costo de oportunidad del capital. En este caso, el cálculo se realiza para los valores correspondientes a los años, 1, 2, 3, 4 y 5. La tasa de descuento utilizada es del 23.17%. El concepto de valor actual de los flujos de efectivo esperados parte del supuesto de que una determinada cantidad de dinero (unidades monetarias) vale más en el presente que en el futuro. El dinero tiene un valor en el tiempo porque: 1) la inflación reduce el poder adquisitivo de los futuros soles; 2) la incertidumbre que existe acerca de recibir o no el dinero en el futuro, aumenta conforme los plazos son mayores; 3) por lo que es comúnmente conocido como costo de oportunidad del capital.

3RA ETAPA : MANTENIMIENTO DE LA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS							
		Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
COMISIÓN REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS (0.035%)	0.00035		\$3,500.00	\$3,500.00	\$3,500.00	\$3,500.00	\$3,500.00
DERECHOS CAVALI (0.010%)	0.00010		\$1,000.00	\$1,000.00	\$1,000.00	\$1,000.00	\$1,000.00
DERECHOS COTIZACIÓN BVL (0.020%)	0.00020		\$2,000.00	\$2,000.00	\$2,000.00	\$2,000.00	\$2,000.00
DERECHOS COTIZACIÓN CONASEV (0.035%)	0.00035		\$3,500.00	\$3,500.00	\$3,500.00	\$3,500.00	\$3,500.00
SUB TOTAL			\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$27,934.54					

Por lo tanto, si sumamos los datos obtenidos en los sub totales a valor presente de cada etapa se tiene que el costo de emisión en unidades monetarias de una oferta pública primaria de bonos corporativos es de US\$ 241,827.43 dólares, el mismo que representa el 2.42% del monto total de la emisión (US\$ 10 millones de dólares).

TOTAL COSTOS DE EMISIÓN DE LA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS		
VALOR PRESENTE	Dólares Americanos	\$241,827.43
PORCENTAJE DEL MONTO DE LA EMISIÓN	%	2.42%

El 2.42% representa el costo de la emisión expresado en porcentaje del total de la emisión, sin embargo, este dato también se puede expresar en términos de promedio anual. Es así que el equivalente al 2.42% (costo total durante los cinco años de la emisión del bono corporativo) es el 0.48% promedio anual, según detalle siguiente:

TASA DE INTERÉS EFECTIVA ANUAL (TEA)		
COSTO DE LA EMISIÓN	CE	2.42%
(1+CE)		1.024182743
(1+CE) ^{1/5}		1.004790432
TEA	[(1+CE)^{1/5} - 1]*100	0.48%

5.6.2.2 Costos de emisión de bonos corporativos en mercados de capitales de la región

En los cuadros siguientes, se puede apreciar los costos de transacción de los mercados primarios de deuda corporativa de Brasil, Chile y México. Considerando un monto de emisión de 50 millones de dólares el costo de transacción es de 2,78% para el caso de Brasil. Igualmente, considerando un monto de emisión de 40 millones de dólares, el costo de transacción es de 1,25% para el caso de Chile. Finalmente, en el caso de México, el costo de transacción es de 2,0% tomando en cuenta un monto de emisión de 18 millones de dólares.

Cuadro N° 31: Emisión mínima y costos de transacción

Mercado primario de deuda corporativa		
Países	Emisión mínima (US\$ millones)	Costos de transacción (como % del total emitido)
Brasil	50	2,78
Chile	40	1,25
México	18	2,00

Fuentes: "The Transactions Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile and Mexico". Sara Zervos. World Bank Policy Research Working Paper No. 3424. Octubre de 2004.

En el siguiente cuadro se puede apreciar los costos totales de emisión de Brasil, Chile, México y Uruguay. Si comparamos el costo de emisión de una oferta pública primaria de bonos corporativos que se realiza en nuestro país, con los costos de emisión de bonos corporativos en los mercados de capitales de Brasil, Chile, México y Uruguay, podemos deducir que en nuestro país el costo de emisión es similar al de Brasil y más alto que el de México.

Cuadro N° 32: Costos totales de emisión
(como porcentaje del valor emitido)

Instrumento	Brasil	Chile	México	Uruguay*
Deuda interna	2,39	2,74	1,18	2,88
Acciones locales	4,39	1,62	3,93	n.d.
Deuda internacional	2,22	2,22	2,22	n.d.

Fuentes: Zervos (2004) y de Brun et al. (2006).

Nota: n.d. = no hay datos disponibles.

*Considera el costo para emitir un bono con un valor de US\$50 millones.

5.6.2.3 Análisis de los costos fijos de emisión de bonos corporativos

Los costos fijos que conllevan la suscripción, publicidad y distribución de una emisión de bonos son considerables y, como el mercado secundario tendrá más liquidez cuanto mayor sea el número de bonos e inversionistas, las dimensiones potenciales del mercado constituyen un factor importante que limita las emisiones. Esto justifica la estrategia latinoamericana tradicional de recurrir también a los mercados internacionales, donde los

costos fijos de emisión son más bajos y la liquidez, mayor. Al mismo tiempo, ofrece una explicación obvia de los esfuerzos asiáticos para integrar los mercados nacionales en algo parecido a un mercado regional único, de modo que sean las dimensiones de la economía regional, y no las de las economías nacionales, los factores determinantes del crecimiento del mercado

Si lo que está frenando el desarrollo de los mercados de bonos en América Latina es la falta de demanda (que quizá obedece a la baja tasa de ahorro), quizá sea apropiada una estrategia que fomente la participación de inversionistas de otras regiones. Empero, los inversionistas extranjeros tienden a asumir posiciones en los países con mercados de bonos más amplios (por ejemplo, Brasil), donde los costos de cerrar posiciones son menores, es decir, donde la liquidez ya es mayor. Las autoridades brasileñas han tratado de usufructuar ese interés, retirando la deuda externa del mercado y reemplazándola con emisiones en moneda nacional (indexadas en función de la tasa de interés o la tasa de inflación). En México, donde se ha informado que los participantes extranjeros son titulares de más del 50% de los títulos públicos a 10 años y de más del 80% de los títulos a 20 años, se ha procurado aprovechar la participación extranjera emitiendo exclusivamente en el mercado interno.

Hay también, por cierto, una demanda extranjera de bonos “exóticos” o menos líquidos, de países más pequeños, pero este fenómeno es limitado desde un punto de vista cuantitativo. Para la mayoría de los inversionistas, lo que restringe la demanda es la liquidez limitada de los bonos exóticos junto con la falta de instrumentos de cobertura y los costos fijos que conlleva la obtención de información acerca de la calidad de la emisión, el riesgo cambiario, los regímenes de retenciones impositivas y demás.

Esto plantea la posibilidad de que la globalización de los mercados de bonos y la creciente participación de inversionistas extranjeros en los mercados locales de América Latina en particular fomenten una bifurcación entre los mercados más grandes y más pequeños de la región, acentuando la liquidez ya mayor de los mercados más grandes, con un efecto poco perceptible en sus contrapartes más pequeñas. Asimismo, es posible que incrementen la liquidez de los mercados de títulos públicos en relación con la de los mercados de bonos corporativos y esto puede llevar a que los países más pequeños de la región emitan bonos globales en los centros financieros extrarregionales, como alternativa al desarrollo de sus mercados nacionales. Pero esto, a su vez, puede limitar la evolución y la liquidez de los mercados internos y frenar aún más la participación extranjera.

Por otra parte, puede sostenerse que las emisiones internacionales son útiles para familiarizar a los inversionistas extranjeros con la situación de un país y sus instrumentos de deuda, y que las emisiones internas e internacionales son complementos y no sustitutos.

Una de las principales limitantes al desarrollo de la oferta pública primaria de valores e incorporación de nuevos emisores al mercado primario de valores peruano la constituye la escala reducida de la mayoría de

empresas que conforman el sector empresarial, la cual genera un descalce entre oferta y demanda por un factor de costos²⁵⁵.

Por el lado de la oferta de valores, la existencia de costos fijos de emisión hacen inviable económicamente ofertas públicas primarias de montos pequeños, puesto que elevan los costos efectivos de financiamiento por unidad monetaria emitida, resultando éstos mayores a los costos alternativos ofrecidos en el sistema bancario. Así, cuanto menor sea el monto de la emisión, menor el plazo de la emisión y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto²⁵⁶ de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento.

En tal sentido, la inflexibilización de los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las ofertas públicas primarias no posibilitan la reducción de los costos (en cuanto a la elaboración y presentación de información requerida) y plazos (en cuanto a oportunidad de la emisión y aprovechamiento de las condiciones de mercado).

Cuanto menor sea el volumen de activos (inversiones) de una empresa, menores serán sus necesidades de financiamiento y menor el monto de la emisión con el que necesitaría salir al mercado y por tanto, mayor será el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva de financiamiento, hecho que desalienta la incursión de las medianas empresas en el mercado de valores. Adicionalmente, cuanto menor sea el volumen de activos de una empresa, menor será la probabilidad de obtener una buena clasificación de riesgo y una tasa de colocación aceptable, entre otros, debido a la falta de historia, de ordenamiento contable y de posicionamiento en el mercado.

Sin embargo, la mayoría de empresas que conforman el sector empresarial peruano presentan volúmenes de activos reducidos, por lo que sus necesidades de financiamiento no son lo suficientemente grandes como para acceder al mercado primario de valores a costos que resulten inferiores a los de otras alternativas de financiamiento (Limitante estructural). Según la presentación de información financiera correspondiente al ejercicio económico 1999, menos del 2% de un total de 1828 empresas tenían activos superiores a los US\$ 200 millones.

Acentúa el descalce entre oferta y demanda, la demanda selectiva por instrumentos de muy bajo riesgo, por parte de los inversionistas institucionales.

²⁵⁵ Revista VALORES Nº 37 - CONASEV, Obra citada, páginas 7 - 8.

²⁵⁶ Medido como el spread de la TEA de financiamiento sobre la Tasa de Rendimiento Anual exigida por los inversionistas, para cada nivel de riesgo y plazo.

5.6.3 FACTORES LIMITANTES PARA LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

Los factores que desalientan o desmotivan la participación de las empresas a realizar una oferta pública primaria de bonos corporativos son los siguientes:

- Inflexibilidad en cuanto a los requerimientos de inscripción o registro de valores emitidos por oferta pública primaria.
- La obligación de informar, que implica hacer pública toda la información de la empresa.
- Escala reducida de las empresas. Esto hace que los requerimientos de financiamiento se encuentren por debajo del monto mínimo de emisión que justifique el costo de la emisión.
- La falta de cultura de mercado.
- Costos asociados a la emisión y cotización de los valores.
- Demanda selectiva por valores de primer nivel de riesgo por parte de los inversionistas.

Estos factores se centran básicamente en la inflexibilidad que hoy existe en nuestro mercado con relación a los requisitos para realizar oferta pública y en la reducida cantidad de la oferta de valores mobiliarios (bonos), ausencia de intermediarios especializados que pudieran otorgar liquidez a la negociación de los valores emitidos por las medianas empresas.

Existe un factor condicionante que es la trayectoria de la empresa, la solidez que muestra, el nombre de la empresa que expresa antigüedad - en cuanto a años desempeñados - confianza y prestigio; es decir, una madurez que refleje el compromiso de asumir la deuda y el compromiso de pagarla. Estas son condiciones que toman en cuenta los inversionistas antes de invertir en un activo financiero. Por lo que existen empresas que si pueden recurrir al Mercado de valores, pero no lo hacen porque no cuentan con trayectoria, confianza y prestigio.

5.7 COSTOS DE EMISIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS PARA DIVERSOS NIVELES DE RIESGO

De acuerdo con lo expresado anteriormente, los costos de emisión, los cuales en su mayoría son costos fijos, en que incurre una empresa deficitaria para obtener financiamiento a través de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, hacen que éste sea atractivo en relación a costos alternativos ofrecidos por el sistema bancario, para montos superiores a los US \$ 10 millones, ya que en la medida que el monto de emisión sea mayor menor será el costo de emisión y por lo tanto el costo financiero que debe asumir la empresa.

Para medir el impacto de los costos en la tasa efectiva anual de financiamiento de una OPP de bonos, éste se calculó como el spread (margen) que la tasa efectiva anual de financiamiento tenía sobre la tasa de rendimiento anual exigida por los inversionistas (cupón), según cada nivel de riesgo y plazo, tomándose como referencia las tasas de descuento reportadas por las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos para la valuación de sus portafolios (Riesgo I: AAA y AA, Riesgo II: A, Riesgo III: BBB, Riesgo IV: BB y B).

La escala reducida de nuestras empresas hace que sus requerimientos de financiamiento se encuentren por debajo del monto mínimo que justifique los costos de emisión. Esto genera un descalce entre la oferta y demanda de instrumentos financieros en el mercado de valores, por un factor de costos.

En el siguiente cuadro se detalla el costo de emisión de bonos. Se puede observar que, cuanto menor es el monto de la emisión, menor sea el plazo y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento.

Es importante señalar que los bonos emitidos a mayor plazo tienen una mayor sensibilidad en sus precios frente a un cambio en la tasa de retorno requerida que los bonos a plazo menor.

Por lo tanto, si dicho monto lo relacionamos con el cuadro que se presenta a continuación, se llega a la conclusión de que es aconsejable para las empresas realizar emisiones por encima del monto mínimo, ya que mientras mayores sean las emisiones menor será el costo por financiamiento, tal como se aprecia en el cuadro siguiente²⁵⁷:

²⁵⁷ El impacto se calculó como el spread que la tasa efectiva anual de financiamiento tenía sobre la tasa de rendimiento anual exigida por los inversionistas (cupón), según cada nivel de riesgo y plazo, tomándose como referencia las tasas de descuento reportadas por las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos para la valuación de sus portafolios. Riesgo I: AAA y AA, Riesgo II: A, Riesgo III: BBB, Riesgo IV: BB y B.

Cuadro N° 33: Costos de emisión de bonos para diversos niveles de riesgo y distintos plazos

Monto de la Emisión (US \$)	Riesgo I		Riesgo II		Riesgo III		Riesgo IV	
	3 años	5 años	3 años	5 años	3 años	5 años	3 años	5 años
0.5	17.8%	15.2%	18.4%	15.9%	20.2%	17.8%	20.6%	18.4%
1.0	8.4%	7.1%	8.7%	7.5%	9.4%	8.3%	9.7%	8.6%
1.5	5.6%	4.8%	5.8%	5.0%	6.3%	5.5%	6.5%	5.7%
2.0	4.3%	3.6%	4.4%	3.8%	4.8%	4.2%	5.0%	4.3%
2.5	3.5%	2.9%	3.6%	3.1%	4.0%	3.4%	4.1%	3.5%
3.0	3.0%	2.5%	3.1%	2.6%	3.4%	2.9%	3.5%	3.0%
3.5	2.7%	2.2%	2.7%	2.3%	3.0%	2.6%	3.1%	2.7%
4.0	2.4%	2.0%	2.5%	2.1%	2.7%	2.3%	2.8%	2.4%
4.5	2.2%	1.8%	2.2%	1.9%	2.4%	2.1%	2.5%	2.2%
5.0	2.0%	1.6%	2.1%	1.7%	2.3%	1.9%	2.3%	2.0%
6.0	1.8%	1.4%	1.8%	1.5%	2.0%	1.7%	2.0%	1.7%
7.0	1.6%	1.3%	1.6%	1.3%	1.8%	1.5%	1.8%	1.6%
8.0	1.5%	1.2%	1.5%	1.2%	1.6%	1.4%	1.7%	1.4%
9.0	1.4%	1.1%	1.4%	1.1%	1.5%	1.3%	1.6%	1.3%
10.0	1.3%	1.0%	1.3%	1.1%	1.5%	1.2%	1.5%	1.3%
50.0	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
100.0	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%

Fuente: Estudio realizado por la Gerencia de Investigación y Desarrollo de CONASEV, *Viabilidad de incorporación de nuevos emisores al mercado de valores: Pequeñas y medianas empresas*, Febrero de 2001.

También, se puede apreciar que endeudarse a través del mercado de valores es mucho más conveniente que hacerlo mediante el sistema bancario o banca comercial. Esto quiere decir que el costo por financiamiento en el mercado de valores mediante emisión de bonos es menor que un préstamo de la Banca siempre y cuando las empresas emitan bonos corporativos por un monto superior a los US\$ 10 millones, ya que por debajo de este monto no es conveniente recurrir al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento. Se ha determinado en el anterior capítulo que el monto mínimo que permite a las empresas abaratar sus costos de financiamiento es de US\$ 10 millones.

Por el lado del demandante de fondos, la existencia de costos fijos de emisión en el mercado primario de valores hacen inviable económicamente ofertas públicas primarias de montos pequeños, ya que elevan los costos efectivos de financiamiento por unidad monetaria emitida, resultando éstos mayores a los costos alternativos ofrecidos en el sistema bancario.

Tal como se muestra en el cuadro anterior, cuanto menor sea el monto de la emisión, menor el plazo de la emisión y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento.

CAPÍTULO

6

RIESGO DE INCUMPLIMIENTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

6.1. RIESGO DE INCUMPLIMIENTO

Para el lenguaje común, el riesgo es simplemente un mal resultado. También es la probabilidad que ocurra algún evento desfavorable.

Desde el punto de vista de los inversionistas, el riesgo es la desviación típica de la rentabilidad de la cartera. Es la posibilidad que el rendimiento efectivo obtenido de una inversión financiera sea menor que el rendimiento esperado.

John Maynard Keynes²⁵⁸ diferencia dos tipos de riesgo²⁵⁹. El primer riesgo es el del empresario o prestatario, y surge de las dudas que el mismo tiene respecto de

²⁵⁸ Economista británico (1883-1946), cuyas ideas tuvieron una fuerte repercusión en las teorías económicas y políticas modernas, así como también en las políticas fiscales de muchos gobiernos. Es considerado, con juicio casi unánime, como el más reconocido economista de nuestro siglo. Ocupó diversos cargos de asesoría gubernamental y más tarde fue director del Banco de Inglaterra. Su obra central: "Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero", desafió el paradigma económico dominante al momento de la publicación en 1936. En este libro Keynes presenta una teoría basada en la noción de demanda agregada

la posibilidad de obtener en realidad los rendimientos probables que espera. Si un hombre aventura su propio dinero, éste es el único riesgo que importa. Pero donde existe un sistema de prestar y tomar un préstamo, aparece el segundo tipo de riesgo denominado riesgo del prestamista. Este puede deberse al azar moral, es decir, incumplimiento voluntario o cualquier otro medio, tal vez lícito, de eludir el cumplimiento de la obligación; o la posible insuficiencia del margen de seguridad, esto es, incumplimiento involuntario a causa de una equivocación en las expectativas.

El rendimiento que ofrece un bono corporativo se puede entender como la suma de la tasa de rentabilidad de la deuda pública al mismo vencimiento (considera como el activo libre de riesgo) más un diferencial crediticio (spread) para compensar por los riesgos asociados al instrumento. A menor calificación, mayor rentabilidad exigida como compensación por el riesgo asumido, y mayor sensibilidad a la evolución del negocio de la compañía.

A su vez, esta prima de riesgo procede de diversas fuentes. El riesgo más conocido y temido de esta clase de activo es sin lugar a dudas el riesgo de default o impago del emisor. El riesgo de default se define como el incumplimiento por parte del emisor (la compañía) de alguna de las obligaciones de pago, sean los intereses o el principal. Se suele utilizar el porcentaje de defaults de las compañías como indicador de la calidad crediticia del mercado.

El riesgo de incumplimiento hace referencia a la posibilidad de que el emisor del instrumento incumpla con sus obligaciones respecto de los pagos de los cupones y/o principal. Puede ser medido por la probabilidad de que el flujo de caja prometido no pueda ser cumplido²⁶⁰. En otras palabras, el riesgo de incumplimiento o riesgo de crédito es el riesgo que el agente deficitario (sea el emisor de bonos o el prestatario de un crédito bancario) no cumpla con la obligación o deuda contraída.

Los bonos del tesoro americano son los únicos que tienen garantizados el pago de sus obligaciones, por lo que se les suele denominar bonos libres de riesgo, dado que un gobierno podría incrementar los impuestos o incluso crear dinero para hacer frente a esas obligaciones.

Con los bonos de empresas privadas no ocurre lo mismo, ya que éstas pueden tener problemas financieros que se traduzcan en el incumplimiento de sus obligaciones crediticias.

para explicar la variación general de actividad económica, tales como las observadas durante la Gran Depresión de los años 30.

Keynes postuló que las economías están sujetas a grandes fluctuaciones que se deben, al menos en parte, a los vuelcos entre optimismo y pesimismo que afectan a los niveles globales de inversión de las empresas. Un vuelco hacia el pesimismo en la comunidad empresarial induce a una abrupta caída en la inversión que, a su vez, puede provocar un descenso global en la producción y un aumento en el desempleo. Una vez que surge la declinación económica tan profunda como la Gran Depresión, sostuvo Keynes, las fuerzas del mercado por sí mismas no la pueden eliminar con rapidez. Esto se debe, en cierta medida, a que algunos precios claves de la economía, particularmente el nivel medio de salarios, no son muy flexibles y no se mueven con celeridad cuando aparecen shocks adversos que impactan la economía. Keynes sugirió que se necesitan ajustes importantes en las políticas macroeconómicas, especialmente en el gasto público y la tributación, así como en la política monetaria, para contrarrestar las declinaciones económicas y estabilizar la economía. Estas ideas fueron bautizadas colectivamente como la "Revolución Keynesiana".

²⁵⁹ KEYNES John Maynard, *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*; Primera edición en español, Editorial Fondo de Cultura Económica, 413 páginas, México 1943, página 154.

²⁶⁰ MARTÍN MATO Miguel Ángel, Obra citada, páginas 167-168.

Normalmente el perfil del inversionista que acude a los mercados de renta fija es aquél que trata de evitar riesgos y que quiere obtener una rentabilidad por su inversión sin sufrir variaciones sobre la rentabilidad esperada que ofrece el instrumento.

El hecho de que en un bono existan probabilidades de incumplimiento por parte del emisor hace que ésta sea una operación riesgosa, a diferencia de la inversión en papeles del gobierno o los depósitos bancarios, donde la probabilidad de incumplimiento es remota.

6.2 RIESGO PAÍS Y ELEVADAS TASAS DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

En algunas ocasiones suele confundirse el concepto de riesgo país con el de riesgo soberano. Sin embargo debe precisarse que el primero tiene una concepción más amplia²⁶¹.

El riesgo país²⁶² es un indicador económico utilizado por los inversionistas al momento de calcular las posibilidades de éxito de sus proyectos de inversión. Se define como aquél que asumen las entidades financieras, las empresas o el Estado, ante el posible impago por operaciones comerciales o préstamos que realizan con el sector público o privado de otro país²⁶³.

El riesgo de devaluación, mora y el control de capital, así como deficiencias en el mercado financiero y distintos requisitos de reserva, se combinan para explicar parte de esta diferencia en las tasas de interés. Estos factores podrían explicar por qué un prestatario de primera categoría paga tasas de interés *prime* del 4.75% en Estados Unidos²⁶⁴, mientras que el prestatario de primera categoría latinoamericano

²⁶¹ El riesgo país tiene una concepción más amplia, ya que toda inversión o préstamo en un país extranjero está expuesto a contraerlo, tanto si el deudor es el gobierno o una empresa privada. En cambio, el riesgo soberano es el riesgo asumido en una inversión donde el deudor es el gobierno de un país.

²⁶² MARTÍN MATO Miguel Ángel, Obra citada, página 179.

²⁶³ Carlos BOLAÑA BEHR en su obra "Cambio de Rumbo" define el riesgo país como la *diferencia entre la tasa de interés de la moneda extranjera en el país en cuestión y la tasa de interés internacional (PRIME RATE, LIBOR)*. Esta diferencia es la que incentiva a las personas a traer sus ahorros y colocarlos en el país en cuestión. Este tipo de riesgo en un país estable política y económicamente fluctuaría entre 1 y 2%. En otras palabras, es la previsión de una eventual insolvencia comercial o financiera por parte de un vendedor o prestamista a causa de problemas de carácter político o derivados de las graves perturbaciones económicas que pueden darse, en forma relativamente frecuente en los países en desarrollo.

Asimismo, se entiende por riesgo país al que concurre en las deudas de un país, globalmente consideradas, por circunstancias inherentes a la soberanía de los Estados o en general, distintas del riesgo comercial habitual. El riesgo país obliga a contratar seguros especiales con primas muy elevadas, así como a hacer provisiones en la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas vendedoras o prestamistas. Tiene dos vertientes que son el riesgo soberano (el de los acreedores de los Estados o de las entidades garantizadas por ellos, en cuanto pueden ser ineficaces las acciones contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía) y el riesgo de transferencia (el de los acreedores extranjeros con relación a un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas).

²⁶⁴ Prime rate es la tasa preferencial o tipo de interés preferencial. Del inglés *prime*, primera o principal y *rate*, tasa o tipo. Es la tasa de interés que los bancos de los Estados Unidos cobran a sus mejores clientes. Son conocidos internacionalmente los de los principales bancos americanos por su influencia indirecta en la cotización del dólar y en las principales monedas, así como en las tasas de interés de otros países. La tasa se determina mediante la decisión de la Reserva Federal de aumentar o disminuir las tasas de interés prevalecientes para los préstamos a corto plazo. Aunque algunos bancos cobran a sus mejores clientes más y algunos menos que la tasa preferencial oficial, tiende a convertirse en un estándar en todo el sector

paga 13%. Sin embargo, la pyme típica latinoamericana paga tasas de interés mucho más altas y por arriba del costo de fondos del gobierno²⁶⁵.

6.2.1 MEDICIÓN DEL RIESGO PAÍS

La medición del riesgo país está determinada por índices elaborados por las revistas Euromoney e Institutional Investor y por empresas clasificadoras de riesgo como Moody's Investor Service o Standard & Poor's Corporation, que proporcionan una clasificación de los países a través de indicadores basados en la situación política y económica.

Para obtener la calificación de riesgo país, las empresas clasificadoras asignan ponderaciones a diferentes categorías. En el caso de Euromoney, analiza los siguientes factores de riesgo:

Factores de riesgo	Ponderación (en porcentaje)
Indicadores analíticos	
- Desempeño económico	25
- Riesgo político ²⁶⁶	25
Indicadores crediticios	
- Indicadores de deuda	10
- Deuda en default o reprogramada	10
- Calificación crediticia	10
Indicadores de mercado	
- Acceso a financiación bancaria	5
- Acceso a financiación de corto plazo	5
- Descuento por incumplimiento	5
- Acceso al mercado de capitales	5

6.2.2 ESCALAS DE CLASIFICACIONES DE LAS AGENCIAS DE RATING

En los siguientes cuadros se describen las escalas de clasificaciones para los instrumentos de corto y largo plazo y las equivalencias entre las distintas agencias de rating.

El primero muestra la simbología utilizada por las tres clasificadoras internacionales para instrumentos de corto plazo:

bancario cuando uno de los principales bancos sube o baja su preferencial. Suele utilizarse alternativamente con el LIBOR.

²⁶⁵ CEAL - Center for the Economic Analysis of Law Washington D.C. (Centro para el Análisis Económico de Leyes); Las Pequeñas y Medianas empresas y sus garantías; Octubre 2004.

²⁶⁶ Es el peligro de que las decisiones de los gobiernos de turno afecten las decisiones de los agentes económicos, de manera directa o indirectamente. Por ejemplo, la posibilidad de nacionalización o cualquier otra acción desfavorable del gobierno.

MOODY'S	FITCH IBCA	STANDARD & POOR'S
Prime-1	F1	A-1
Prime-2	F2	A-2
Prime-3	F3	A-3
		B
		C
		D

A continuación se presenta la simbología utilizada por las tres clasificadoras internacionales para instrumentos de largo plazo²⁶⁷:

CATEGORIZACIÓN	MOODY'S	FITCH IBCA	STANDARD & POOR'S
GRADO DE INVRESIÓN	Aaa	AAA	Calidad óptima
	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	Alta calidad
	A1 A2 A3	A+ A A-	Buena calidad
	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	Calidad satisfactoria que disminuirá con un cambio en el entorno
GRADO ESPECULATIVO	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	Moderada seguridad; mayor exposición frente a factores adversos
	B1 B2 B2	B+ B B-	Seguridad reducida, mayor vulnerabilidad
	Caa	CCC	Vulnerabilidad identificada
	Ca	CC	Retrasos en pagos
	C	C	Pocas posibilidades de pago
		D	Emisión con incumplimiento declarado

Los bonos categorizados como “Grado de inversión” desde el punto de vista de las agencias tienen relativamente menos riesgos de incumplimiento. En cambio los bonos que tienen una calificación más baja son considerados especulativos y se les denomina en la jerga financiera como bonos basura²⁶⁸,

²⁶⁷ Nótese que además de las categorías estándar incluidas en la misma, Moody's aplica modificadores numéricos (1,2,3), mientras que S&P y Fitch utilizan signos (+) y (-), en el contexto de un mismo tipo de clasificación.

²⁶⁸ Son aquellos bonos especulativos a los que las empresas clasificadoras de riesgo asignan una calificación de crédito relativamente baja. Son valores de deuda corporativa que tienen un alto riesgo de crédito o riesgo por incumplimiento, que proporcionan un mayor rendimiento compensatorio a ese riesgo. Son obligaciones de

ya que al tener un mayor riesgo de incumplimiento llevan asociados mayores rendimientos.

6.2.3 GRADO DE INVERSIÓN

Término para los bonos tasados en las cuatro categorías de calidad de los sistemas de Moody's o Standard & Poor's. A mediados de diciembre 2009, Moody's otorgó al Perú, el grado de inversión al elevar la calificación de riesgo crediticio, lo cual se debió al mejoramiento de la calificación de la deuda pública en moneda extranjera del país a Baa3 desde Ba1. Dicha calificación, sumada a la previamente otorgada por Standard & Poor's (14 de julio 2008) y Fitch Ratings (2 de abril 2008) convierten al Perú en el cuarto país de la región Latinoamericana en obtener el grado de inversión por parte de las dos agencias clasificadoras de rating más importantes.

El mejoramiento en la clasificación de la deuda peruana se debió a la evolución positiva de las principales variables macroeconómicas de nuestro país, la reducción del grado de dolarización, la estabilidad monetaria, la acumulación de reservas y la reducción del ratio de endeudamiento; así como a la mejora del clima de estabilidad política e institucional.

En general, el grado de inversión puede concebirse como la "nota aprobatoria" otorgada por las agencias clasificadoras de riesgo a la deuda de un país. Encontrarse ubicado en grado de inversión es importante porque constituye una señal de estabilidad económica y confianza hacia los inversionistas.

6.2.4 GRADO ESPECULATIVO

Término para los bonos tasados en las cinco o seis categorías de calidad de los sistemas de Moody's o Standard & Poor's, respectivamente.

Un bono de grado especulativo es un bono que está clasificado por debajo del grado de inversión al momento de compra. Estos bonos tienen un alto riesgo de suspensión de pagos u otros eventos crediticios adversos, pero típicamente pagan más dividendos que los bonos de mejor calidad para hacerlos atractivos a los inversionistas.

carácter especulativo, su futuro no puede considerarse asegurado. El término tiene una connotación peyorativa y los emisores y tenedores prefieren que se llame a estos valores bonos de alto rendimiento. Desde la perspectiva inversora, el mercado de bonos basura es básicamente institucional (seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión). El desarrollo de este mercado de obligaciones de baja calificación fue en gran medida la idea genial del banco de inversión Drexel Burnham Lambert. Asimismo, su gran desarrollo se debe a la liberalización de mercados y a la internacionalización en la contratación ligada a la desintermediación, tanto nacional como internacional. Como resultado, por primera vez el "enano" fue capaz de controlar al "gigante" y las empresas pequeñas pudieron financiar esta actividad mediante emisiones de deuda. Sin embargo, los emisores de bonos basura tenían a menudo ratios de deuda del 90% al 95%; muchos se preocuparon que estos altos niveles de apalancamiento resultaran un riesgo indebido y presionaron por una regulación que prohibiera los bonos basura. Durante los ochenta, las emisiones de bonos basura se multiplicaron por diez a medida que más y más empresas emitían enormes cantidades de deuda de baja calificación para financiar fusiones o para defenderse de ser compradas ellas mismas en una operación de fusión.

6.3. SISTEMA DE GARANTÍAS EN UNA EMISIÓN DE BONOS

Las garantías cumplen un rol importante en el desarrollo económico de una sociedad, pues si los agentes económicos no tienen la certeza de que sus créditos serán pagados oportuna y completamente, se desincentivan las operaciones económicas. Sin embargo, pese a su importancia, nuestra legislación ha sido muy dispersa sobre esta materia.

El libro cuarto de la Ley General de Sociedades: Normas complementarias, en la sección primera abarca la emisión de obligaciones. Es así que el artículo 304 establece expresamente que la sociedad puede emitir series numeradas de obligaciones que reconozcan o creen una deuda a favor de sus titulares. Una misma emisión de obligaciones puede realizarse en una o más etapas o en una o más series, si así lo acuerda la junta de accionistas o de socios, según el caso.

Asimismo, el artículo 305 de la LGS es claro al considerar que el importe total de las obligaciones, a la fecha de emisión, no podrá ser superior al patrimonio neto de la sociedad, con las siguientes *excepciones*:

1. Que se haya otorgado garantía específica²⁶⁹; o,
2. Que la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado de antemano la sociedad; o,
3. En los casos especiales que la ley lo permita.

Por otro lado, el artículo 307 de la LGS establece que las *garantías específicas* pueden ser:

1. Derechos reales de garantía; o,
2. Fianza solidaria, emitida por entidades del sistema financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras o bancos extranjeros.

Independientemente de las garantías mencionadas, los obligacionistas pueden hacer efectivos sus créditos sobre los demás bienes y derechos de la sociedad emisora o del patrimonio de los socios, si la forma societaria lo permite.

Por su parte la Ley del Mercado de Valores, contempla el tema de las garantías de los bonos en el Título IV: Valores Mobiliarios, Capítulo II: Bonos. Al respecto, considera en el artículo 90 que en la emisión, además de las garantías contempladas en la Ley de Sociedades, podrá constituirse carta fianza bancaria, depósito bancario, certificado bancario en moneda extranjera depositado en una

²⁶⁹ Con relación a las garantías específicas Guillermo Ferrero y Rafael Boisset en su artículo "El Contrato de Emisión y Suscripción de Obligaciones", Tratado de Derecho Mercantil Tomo III, expresan su desacuerdo con la obligación legal impuesta en el emisor de tener que constituir garantías específicas cuando el monto de la emisión sobrepase su patrimonio neto. Por ello, comparten la posición de Elías Laroza quien señala que "Sólo dentro del marco de una oferta pública de obligaciones (...). Puede afirmarse que existe una asimetría de la información, que supone que los administradores y los inversionistas tienen un acceso desigual al conocimiento de la situación real de la empresa y que por ende, requieren de garantías específicas impuestas por el Estado sobre el emisor en respaldo de los intereses de los obligacionistas".

institución financiera del país, póliza de caución de empresas de seguros y otras que se establezcan mediante disposiciones de carácter general.

Asimismo, sostiene que para la inscripción o registro de estas garantías no es necesario individualizar a los obligacionistas y basta que se consigne el nombre del representante de éstos. El custodio o depositario de las garantías, en su caso, no podrá tener vinculación con el emisor.

FERRERO Guillermo y BOISSET Rafael²⁷⁰ sostienen que en los últimos años se ha incrementado la utilización del fideicomiso en garantía, regulado por el artículo 274 de la Ley General del Sistema Financiero, que permite a la empresa que otorgue créditos con respaldo en una garantía fiduciaria, constituida con una tercera empresa fiduciaria, resarcirse el crédito incumplido con el resultado que se obtenga de la ejecución del patrimonio fideicometido, en la forma prevista en el contrato o con el propio patrimonio fideicometido cuando este se encuentra integrado por dinero. El resarcimiento del crédito a través de la ejecución del patrimonio fideicometido le otorga al acreedor varias ventajas, en comparación con otras garantías como la hipoteca, dentro de las que podemos resaltar el procedimiento expeditivo de ejecución del patrimonio contenido en el contrato y la posibilidad de ejecutar dicho patrimonio sin tener que participar de proceso concursal o de reestructuración alguno, ya que la esencia misma del fideicomiso es que dicho patrimonio sea transferido en “dominio fiduciario”, es decir, se segrega de la esfera de propiedad del deudor o fideicomitente²⁷¹.

De lo anterior, se desprende que los **tipos de garantías en una emisión de bonos**, pueden ser:

- b) **Garantía común o general.** Cuando no existe una garantía específica que respalda la emisión de los bonos, motivo por el cual el pago de éstos se encuentra afectado al patrimonio total de la empresa emisora²⁷². La LGS ha previsto que los titulares de obligaciones gocen de los privilegios siguientes:
- El representante de los obligacionistas podrá convocar a la junta general de accionistas de la sociedad emisora si ocurriese un atraso mayor de ocho días en el pago de intereses vencidos o en la amortización del capital (artículo 325 de la LGS).
 - La asamblea de obligacionistas podrá acordar con la sociedad emisora, la modificación de las garantías establecidas para la emisión (numerales 1 y 2 del artículo 322 de la LGS).

²⁷⁰ FERRERO Guillermo – BOISSET Rafael, El Contrato de Emisión y Suscripción de Obligaciones. En Tratado de Derecho Mercantil – Tomo III, Gaceta Jurídica S.A., Lima 2008, página 147.

²⁷¹ Es importante aclarar que el artículo en mención establece que el patrimonio fideicometido es distinto al patrimonio fiduciario (quien se encarga de la administración de los bienes, los recibe en propiedad para ser destinados a una finalidad especificada, pero no pudiendo ser a su vez fideicomisario), del fideicomitente (persona natural o jurídica que entrega los bienes o derechos a ser administrados), o del fideicomisario (persona quien recibe los beneficios del encargo establecido e incluso los bienes materia del fideicomiso), y en su caso, del destinatario de los bienes remanentes.

²⁷² La garantía general se encuentra tipificada en el párrafo final del artículo 307 de la LGS (analizado anteriormente).

- El representante de los obligacionistas tiene derecho de asistir, con voz pero sin voto, a la junta general de accionistas o de socios, según el caso, de la sociedad emisora, informando a ésta de los acuerdos del sindicato y solicitando a la junta los informes que, a su juicio o al de la asamblea de obligacionistas, interese a éstos (numeral 3 del artículo 325 de la LGS).
- Designar a una persona natural para que forme parte del órgano administrador de la sociedad emisora, cuando la participación de un representante de los obligacionistas en dicho directorio estuviese prevista en la escritura pública de emisión (numeral 6 del artículo 325 de la LGS).

Se pueden citar como derechos compartidos con los demás acreedores: oponerse a la ejecución del acuerdo de reducción del capital, si su crédito no se encuentra adecuadamente garantizado (artículo 219 de la LGS); y a la fusión, en este mismo caso (artículo 359 de la LGS).

- c) **Garantía específica.** Los bonos pueden ser garantizados con las siguientes garantías específicas²⁷³:
- Derechos reales de garantía²⁷⁴, como la prenda o hipoteca (numeral 1).
 - Fianza solidaria, emitida por entidades del sistema financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras o bancos extranjeros (numeral 2)²⁷⁵.

Con relación a la cancelación parcial o total de este tipo de garantías debe considerarse que para tal efecto, debe exigirse la presentación y el resello de los títulos, o su inutilización o sustitución por otros nuevos, si subsiste el crédito sin la garantía, pues como el crédito está incorporado al título, éste debe revelar las obligaciones accesorias que lo acompañan y que resultan de importancia en relación con él.

6.4 EJECUCIÓN DE GARANTÍAS ESPECÍFICAS EN LA EMISIÓN DE BONOS

²⁷³ Las garantías específicas se encuentran tipificadas en los numerales 1 y 2 del artículo 307 de la LGS así como en el artículo 90 de nuestra LMV.

²⁷⁴ En opinión de Elías Enrique, en su obra "Derecho Societario Peruano", los derechos reales están sujetos a un régimen de numerus clausus, el artículo 881 del código civil señala expresamente que son derechos reales los regulados en este libro y otras leyes, de manera que no existe ningún obstáculo para que, por la vía legal, se de cabida a un nuevo derecho real.

²⁷⁵ De acuerdo con el artículo 90 de nuestra LMV también se pueden otorgar en garantía depósitos bancario, certificados bancario en moneda extranjera depositados en una institución financiera del país, cartas fianzas, pólizas de caución de empresas de seguros y otras que la CONASEV establezca a través de normas reglamentarias. En ese sentido, lo que importa, en estricto, es que la garantía sea idónea para garantizar el crédito que tienen los bonistas con la sociedad deudora. Por lo tanto, aun cuando tal o cual garantía no se hubiere previsto en nuestra legislación, ni CONASEV la contemplara expresamente en una norma reglamentaria, podría ser utilizada por la sociedad emisora.

El artículo 327 de la LGS establece que antes de ejecutar las garantías específicas de la emisión, si se produce demora de la sociedad emisora en el pago de los intereses o del principal, el Representante de los Obligacionistas deberá informar a la asamblea general de obligacionistas, salvo que por la naturaleza de la garantía o por las circunstancias, requiera ejecutarlas en forma inmediata²⁷⁶.

Asimismo, el artículo 328 de la LGS considera que si se ha producido la demora en el pago de los intereses o del principal por parte de la sociedad emisora, cualquier obligacionista puede pedir al Representante de los Obligacionistas la correspondiente interposición de la demanda en proceso ejecutivo. Si el Representante de los Obligacionistas no interpone la demanda dentro del plazo de 30 días, cualquier obligacionista puede ejecutar individualmente las garantías, en beneficio de todos los obligacionistas impagos.

6.4.1 Elementos fundamentales para garantizar las obligaciones crediticias

Los siguientes elementos se deben tener en cuenta para garantizar las obligaciones crediticias:

Primero, la ley debe prever una manera simple y barata para **constituir** una garantía real contra un bien del deudor (prestatario). Normalmente, existen grandes vacíos legales en las legislaciones referentes a las garantías reales excluyendo a ciertos prestamistas, operaciones financieras, tipos de bienes y prestatarios. En otros casos, los elevados costos notariales llegan, de hecho, a limitar completamente el uso de muchas figuras de financiamiento.

Segundo, el marco legal debe establecer claramente una graduación del rango de **prioridad** de los diferentes acreedores contra los bienes de un deudor: Los acreedores con diferentes contratos de garantía, y los acreedores con embargos o privilegios especiales por ley, litigan muchas veces por años respecto a su prioridad de cobro. Esta incertidumbre legal hace que bienes con alto valor de compraventa en el mercado, se conviertan en bienes casi sin valor como garantía para los prestamistas.

Tercero, los registros deben garantizar la **publicidad** de las garantías y gravámenes que puedan existir contra los bienes de un prestatario. Esto permitiría que los prestamistas puedan determinar con certeza el rango de prioridad de un gravamen de garantía.

²⁷⁶ Al respecto, es importante lo establecido por el artículo 309 de la LGS, el cual considera que la fecha de cada emisión y series de obligaciones de un mismo emisor, determinará la prelación entre ellas, salvo que ella sea expresamente pactada a favor de alguna emisión o serie en particular, en cuyo caso será necesario que las asambleas de obligacionistas de las emisiones o series precedentes presten su consentimiento.

6.5 TIEMPOS DE EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS EN EL PERÚ

En general, la *ejecución* de bienes en garantía de créditos es lenta y cara. Solamente la toma de posesión de bienes en muchos países demora de dos a tres años; los prestamistas conocen que estos plazos exceden el tiempo de la vida económica de la mayoría de los bienes muebles que las pymes pueden ofrecer en garantía de un préstamo, o de una compraventa a crédito.

Una vez recuperada la posesión, la venta del bien en garantía requiere aún de más procesos judiciales complicados. Al fin de cuentas, estas leyes procesales colocan a la mayoría del producido de la venta del bien en garantía, en manos de tasadores, martilleros, abogados y auxiliares judiciales.

Aún figuras de garantía real híbridas en jurisdicciones de Código Civil, como el *leasing*, el fideicomiso financieros, y la venta con retención del título de propiedad, no alcanzan a resolver el problema de ejecución. Si bien pueden obviar el proceso de venta judicial, no pueden obviar el primer paso de emplear leyes procesales engorrosas para recuperar judicialmente la posesión del bien arrendado o fideicometido de manos del deudor.

En América Latina, con estas características, las leyes hacen que muchos bienes, que de otra manera serían valiosos, en cambio no tengan valor como garantía de préstamos.

En la mayoría de los países de América Latina, las figuras legales de garantía para bienes inmuebles no van más allá de la hipoteca. La hipoteca es una figura de garantía cara. Los costos de constitución de una hipoteca pueden representar una alta fracción del valor de mercado de propiedades pequeñas y hacer prohibitivo el costo total de los fondos prestados con una hipoteca.

En general, todas las leyes hipotecarias en América latina exigen que el bien inmueble se encuentre titulado por el gobierno, aún cuando los ocupantes tengan derechos legales de ocupación y posesión. Por consiguiente, el ocupante/dueño no puede obtener una hipoteca sobre su propiedad.

Serían más apropiadas otras figuras de garantías reales que puedan gravar en garantía bienes inmuebles sin título de propiedad, o inmuebles que van a recibir título en el futuro, o derechos de uso o usufructo. Sin embargo, el marco legal no ha desarrollado estas características más modernas sobre garantías reales.

En lo que se refiere al sistema bancario, la lentitud y los costos para constituir y ejecutar una garantía hipotecaria constituyen un problema fundamental que enfrentan las entidades financieras al momento de otorgar créditos hipotecarios. Por tal razón, existe amplio consenso de que la ejecución de la garantía hipotecaria constituye el principal obstáculo que limita considerablemente el desarrollo del mercado crediticio.

El sistema de ejecución de garantías vigente es lento y costoso. Los costos del sistema no sólo se encuentran vinculados con los gastos del proceso judicial de ejecución que necesariamente debe seguirse, sino también al costo de oportunidad que genera el mantener un crédito inmovilizado y la desvalorización de esta garantía por el tiempo transcurrido. Lo costoso y lento de estos procesos se debe a la

ineficiencia del Poder Judicial para solucionar prontamente las demandas de ejecución de garantías y, por otro lado, a la mala asignación de los derechos reales, los cuales generan incentivos para que los deudores alarguen la duración de dichos procesos²⁷⁷.

En un grupo de encuestas al sector empresarial realizadas por el Instituto Apoyo²⁷⁸, el 90% de las empresas encuestadas señaló que no acudía al Poder Judicial debido a la lentitud de los trámites, siendo éste el factor más importante seguido por la corrupción (53%). Por otro lado, el 80% de encuestados consideró que en el caso de contratos comerciales, la lentitud del Poder Judicial resultaba perjudicial.

Naturalmente, esta percepción del sistema de administración de justicia peruana, hace que los demandantes busquen alternativas extrajudiciales²⁷⁹ antes de resolver un conflicto por la vía judicial, llegando incluso a estar dispuestos castigar deudas impagas por porcentajes entre 41% y 60%, tal como reportó más del 40% de los entrevistados con deudas superiores a diez mil dólares²⁸⁰. En ese sentido, el sistema judicial peruano no estaría cumpliendo completamente las características de un sistema eficiente, lo cual tiene un impacto negativo sobre la eficiencia económica.

6.5.1 EJECUCIÓN DE GARANTÍAS EN LA LEY DE GARANTÍA MOBILIARIA

Antes de la dación de la Ley de Garantía Mobiliaria (LGM) en el Perú²⁸¹, el mecanismo judicial para iniciar un proceso de ejecución de garantías podía durar más de dos años si el deudor decide tomar una actitud beligerante en el juicio. En primer lugar, el deudor puede apelar la resolución del juez extendiendo el proceso judicial hasta en 1 año en que el juicio se resuelve en la Primera Instancia de la Corte Superior. Si el deudor decide volver a apelar, el expediente pasa a Segunda Instancia en donde el proceso tarda entre 6 y 8 meses en resolverse. Finalmente, el deudor puede apelar la decisión de la Corte Superior, llevando el proceso a la Corte Suprema con recurso de casación, lo cual dura en promedio entre 1 y 2 años para un veredicto final. En general, de acuerdo a entrevistas con diferentes personas

²⁷⁷ SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS, Tiempo de Ejecución de Garantías y su Impacto en el Mercado Crediticio, Febrero de 2002.

²⁷⁸ INSTITUTO APOYO, 1998. Los resultados de la encuesta son similares a los obtenidos en un estudio del Instituto de Estudios Económicos, Sociales y Políticos de Sao Paulo para el caso brasileño.

²⁷⁹ Principalmente Cámaras de Conciliación, Arbitraje o presión por parte de los abogados.

²⁸⁰ El 29% de entrevistados en el caso de deudas entre 5,000 y 10,000 dólares, y 11% cuando la deuda es inferior a 5,000 dólares.

²⁸¹ Ley de la Garantía Mobiliaria (LGM), Ley N° 28677 publicada en el Diario Oficial el Peruano el 01/03/2006. Esta ley entró en vigencia el 30 de mayo de 2006. La LGM pone en marcha un instrumento legal que gira en torno a bienes muebles. Busca facilitar el acceso al crédito, mediante la creación de un sistema único de garantía mobiliaria, integrando todos los tipos de prendas existentes, uniformiza su regulación en materia de constitución, publicidad, prelación y ejecución. Crea un nuevo régimen de garantía real sobre bienes muebles, que sustituye a la prenda. Esta ley ordena el cúmulo de figuras dispersas que regían desde inicios del siglo pasado y modifica el esquema tradicional del Código Civil. La nueva garantía acapara bienes – excepto la hipoteca, que recae sobre inmuebles- todos los pactos de aseguramiento sobre bienes quedan comprendidos en la LGM.

involucradas en la gestión de adjudicaciones bancarias²⁸², los procesos beligerantes pueden durar en total entre 18 meses y 3 años en promedio²⁸³. En todo ese periodo, la propiedad y el usufructo de las garantía continúan en poder del deudor, lo que origina una desvalorización acelerada de los bienes inmuebles, y la casi pérdida total de valor de bienes muebles (por desaparición total o parcial, o por inoperatividad u obsolescencia).

La Ley de la Garantía Mobiliaria (LGM) concentra la regulación de todas las garantías que se pueden dar sobre bienes muebles para asegurar obligaciones de toda naturaleza, presentes o futuras, determinadas o determinables, sujetas o no a modalidad. Con ello se pretende uniformizar los diversos criterios aplicables a las garantías mobiliarias. En tal sentido, al permitirse que queden afectados en una sola garantía varios bienes y que los mismos puedan venderse rápidamente, se reducen considerablemente los costos de constitución y ejecución de una garantía.

El aspecto más trascendente de la LGM es la creación del Registro Mobiliario de Contratos (RMC), en el cual se inscribirán todos los actos jurídicos que afecten bienes muebles no registrados en un Registro Jurídico de Bienes y que están enumerados en el artículo 32 de esta ley. Dicho registro está conformado por una única base de datos centralizada para todo el país, la cual será administrada y regulada por la SUNARP.

En lo referente a la ejecución de la garantía, establece los pasos a seguir para realizar la venta extrajudicial de los bienes afectados, así como las medidas necesarias para facilitar la toma de posesión de los mismos, ya sea por el acreedor o por el adquirente. Además, resulta novedosa la incorporación de la incautación como mecanismo judicial y policial muy expeditivo para tomar posesión de los bienes afectados.

Esta ley permite que el acreedor adquiera el bien otorgado en prenda como forma de pago de su crédito por el monto de lo debido y con la devolución del saldo que hubiera.

6.5.2 EXTENSIÓN DE LA GARANTÍA MOBILIARIA

Según el artículo 3.2 de la LGM, la garantía mobiliaria comprende, salvo pacto distinto, la deuda principal, los intereses, las comisiones, los gastos, las primas de seguros pagadas por el acreedor garantizado, las costas y los costos procesales, los eventuales gastos de custodia y conservación, las penalidades, la indemnización por daños y perjuicios y cualquier otro concepto acordado por las partes hasta el monto del gravamen establecido en el acto jurídico constitutivo²⁸⁴.

²⁸² Entrevistas realizadas por los autores en mayo de 2001, a 8 especialistas y funcionarios bancarios encargados de las áreas de adjudicación.

²⁸³ El periodo de 3 años coincide con el estudio llevado a cabo por Gonzalo Ortiz de Zevallos en diciembre de 1997.

²⁸⁴ El artículo 3.2 de la LGM sigue la línea del artículo 1107 del Código Civil, pero con otros añadidos, como el pacto en contrario y que la cobertura no supera el monto del gravamen. El pacto puede discriminar dichos conceptos y solo garantizar la obligación principal. También podría comprender otras obligaciones no señaladas en la norma, como por ejemplo, las obligaciones tributarias que soporta el bien y que el acreedor hubiera pagado o cualquier otra. Con relación al monto del gravamen sostiene que es el punto máximo para la extensión de la garantía con relación al crédito.

En ese mismo sentido el artículo 6 de la LGM, sobre la extensión de la garantía mobiliaria, dispone que la garantía mobiliaria tendrá la extensión, en cuanto al bien mueble afectado, que las partes convengan. A falta de pacto, la garantía mobiliaria afectará el bien mueble, sus partes integrantes y accesorios existentes al tiempo de la ejecución y, eventualmente, el precio de la enajenación, el nuevo bien mueble que resulte de la transformación del bien mueble afectado en garantía mobiliaria, la indemnización del seguro que se hubiese contratado y la justipreciada en el caso de la expropiación.

6.5.3 EFECTO DE LA GARANTÍA MOBILIARIA EN EL CRÉDITO BANCARIO

La garantía (real o personal), es una institución que está íntimamente vinculada al crédito y nosotros diríamos, más bien, al riesgo que el crédito origina. De no existir riesgo, la garantía carecería de objeto y razón de ser. Como el crédito conlleva riesgo (no hay crédito sin riesgo, menor o mayor, pero está siempre presente), aquel riesgo consistente en que la contraparte incumpla (riesgo de crédito) con la obligación asumida, ha determinado que a lo largo de la historia y de las legislaciones se haya buscado fórmulas de las más diversas para reducir ese riesgo siempre presente en toda operación crediticia.

(...) Un buen sistema de garantías debe prever una fácil constitución y una ágil ejecución del bien gravado. De no ser así, no tiene sentido ni utilidad.

Entre las modificaciones más importantes se tienen²⁸⁵:

- a) Se reestructura el actual régimen complejo de prendas sustituyéndolo por las garantías mobiliarias y unificando en un solo sistema de Garantías y Contratos.
- b) Se elimina la calificación de ciertos muebles como “inmuebles”, cuyo único propósito era hacer que estos bienes sean objeto de hipoteca y no de prenda que, desde el Derecho Romano y por razones de publicidad, impone la desposesión, impidiendo que el constituyente haga uso del bien gravado.
- c) En materia de ejecución, se mantiene la ejecución extrajudicial en un proceso convencional, la cual ya existía conforme al derogado artículo 1069 del CC. Pero, además, introduce una nueva forma de ejecución extrajudicial mediante la designación de un representante del constituyente; manteniendo, por otro lado, la posibilidad de una ejecución judicial. A ello, se agrega la posibilidad de pactar la apropiación del bien por parte del acreedor.
- d) Un cambio muy importante constituye la posibilidad de pactar la apropiación del bien afectado por el acreedor, lo que en la doctrina se denomina “pacto comisorio” y que muchos se resistían a admitir, sin pensar en las ventajas que tiene este pacto para el deudor. El argumento de los detractores es la posibilidad o riesgo de que algún acreedor

²⁸⁵ Revista ACTUALIDAD JURÍDICA Nº 148 – Marzo 2006, Edición de GACETA JURÍDICA, Efectos de la Garantía Mobiliaria en el Crédito Bancario, Artículo de Rolando Castellares Aguilar, páginas 17-22.

deshonesto se apropie a precio vil del bien, por lo que se considera que es mejor prohibirlo, cuando lo que se debe hacer es impedir que se den esos abusos de parte de algún acreedor.

- e) Propugna la inscripción registral de la garantía mobiliaria en todas sus modalidades, para lograr su validez erga omnes²⁸⁶.
- f) Fomenta la inscripción de actos distintos a garantías sobre bienes muebles, por lo que válidamente podemos afirmar que el nuevo sistema registral no es solo de garantías, sino también de contratos referidos a bienes muebles, se trata entonces de un sistema registral también de contratos (Registro de Contratos Mobiliarios).

6.5.4 EJECUCIÓN DE LA GARANTÍA MOBILIARIA²⁸⁷

Producido el incumplimiento del deudor –del cual dejará constancia el acreedor garantizado mediante carta notarial dirigida al deudor y al representante y, en su caso, al constituyente- el acreedor garantizado podrá proceder a la venta del bien mueble afectado en garantía mobiliaria, después de transcurridos tres días hábiles de recibida la carta notarial.

En efecto, una vez resulte exigible la obligación garantizada y conforme a lo dispuesto en el artículo 40 de la LGM, el acreedor garantizado puede proceder a la venta del bien mueble afectado en garantía extrajudicialmente, es decir, en la forma establecida en la ley o en el acto constitutivo de la garantía o excepcionalmente, si existiera pacto o hubiese transcurrido 60 días desde la comunicación notarial –al deudor, al constituyente y al representante- y el bien no se hubiese vendido, con arreglo al Código Procesal Civil.

Debe precisarse que, las partes pueden pactar la forma de ejecución de la garantía mobiliaria, teniendo presente que no podrá venderse el bien a un precio menor a las dos terceras partes del valor pactado o en su defecto, del valor comercial al tiempo de venta y que si existiesen gravámenes anteriores, el representante deberá consignar el importe total ante el juez especializado en lo civil y depositar el saldo si se trataran de gravámenes posteriores.

6.6 ASPECTOS SOBRE LA COMPETENCIA Y LA REGULACIÓN

El **derecho**, como conjunto de normas imperativas, prohibitivas, punitivas que el Estado impone a la sociedad, con la finalidad de garantizar el orden, la paz y la tranquilidad social, constituye un fenómeno histórico en constante evolución.

En ese sentido, **el Estado democrático, en su tarea reguladora, recurre al derecho para:**

²⁸⁶ En adelante, las garantías sobre muebles que no tengan inscripción registral no tendrán seguridad plena, por lo que resultará casi imprescindible registrarlos para oponer derechos sobre muebles.

²⁸⁷ Revista ACTUALIDAD JURÍDICA Nº 148 – Marzo 2006, Edición de GACETA JURÍDICA, Aspectos Registrales de la Ley de Garantía Mobiliaria, Artículo de Luis Alberto Aliaga Huaripata, páginas 23-30.

- a) Reglamentar las relaciones económicas entre los diversos agentes económicos (familias, empresas, gobierno y agentes externos).
- b) Definir la organización de la sociedad y del propio Estado.
- c) Establecer reglas de juego claras en lo político, económico, social y jurídico.
- d) Crear los mecanismos que resuelvan los conflictos de intereses dentro de un contexto de paz social.

La competencia es el objetivo prioritario y la regulación el instrumento necesario para defender la competencia.

Para que exista y funcione el mercado con corrección, es preciso en muchos casos que el Estado cree un sistema jurídico-institucional adecuado.

Solo cuando el Estado asume sus funciones de creación de un marco institucional que impone limitaciones y deberes de hacer a aquéllos que actúan en estos sectores, puede originarse un mercado, imperfecto si se quiere, pero más eficiente que la gestión pública monopólica hasta ahora existente.

El objetivo de fomentar la competencia en el mercado de ofertas públicas de valores radica en la búsqueda de una correcta formación de precios en el mercado, dentro de un sistema transparente de negociación. Para ello, la competencia es estimulada entre los participantes, impulsándoles a brindar mejores servicios a los menores costos y en los inversionistas proporcionándoles mecanismos de negociación que les permita competir en comprar y vender en las mejores condiciones.

Para lograr una mayor eficiencia en la colocación de ofertas públicas primarias de bonos corporativos, es necesario una reforma consistente en introducir una mayor competencia en aquellas actividades en que ésta sea posible y en revisar o reformar el sentido de la regulación orientándola a la re-creación del mercado.

En ese sentido, competencia y regulación no son antitéticas como lo demuestra la experiencia británica o norteamericana.

El juego de competencia y regulación exige como condición inexcusable la transparencia en el funcionamiento empresarial.

CAPÍTULO

7

OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL DERECHO COMPARADO

7.1. ASPECTOS LEGALES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE BONOS CORPORATIVOS EN CHILE²⁸⁸

7.1.1 OBJETIVO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

El artículo 1 de la LMV de Chile establece que a las disposiciones de la ley queda sometida la oferta pública de valores y sus respectivos mercados e intermediarios, los que comprenden las bolsas de valores, los corredores de bolsa y los agentes de valores; los emisores e instrumentos de oferta pública y los mercados secundarios de dichos valores dentro y fuera de las bolsas, aplicándose este cuerpo legal a todas aquellas transacciones de valores que tengan su origen en ofertas públicas de los mismos o que se efectúen con intermediación por parte de corredores o agentes de valores.

Asimismo, el artículo 2 dispone que corresponderá a la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante la Superintendencia, vigilar el cumplimiento de las disposiciones de la presente ley, de acuerdo con las facultades que se le confieren en su ley orgánica y en el presente cuerpo legal.

²⁸⁸ Paul Krugman en su obra “De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis del 2008” señala que a finales de los 80 parecía que América Latina por fin había aprendido la lección. Pocos latinoamericanos admiraban la brutalidad de Pinochet, pero las reformas económicas que llevó a cabo en Chile demostraron ser muy exitosas y se conservaron intactas cuando el país finalmente regresó a la democracia en 1989. El regreso de Chile a las virtudes victorianas, al dinero sano y a los mercados libres comenzó a verse cada vez más atractivo a medida que la tasa de crecimiento del país aumentaba.

Para los efectos de esta ley, el artículo 3 establece que se entenderá por valores cualesquiera títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondo mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión.

Finalmente, estipula que las disposiciones de la presente ley no se aplican a los valores emitidos o garantizados por el Estado, por las instituciones públicas centralizadas o descentralizadas y por el Banco Central de Chile.

7.1.2 OFERTA PÚBLICA

Se entiende por oferta pública de valores la dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de éste²⁸⁹.

La Superintendencia podrá, en caso de duda, determinar mediante resolución de carácter general si ciertos tipos de oferta de valores constituyen ofertas públicas.

Asimismo, la Superintendencia podrá eximir ciertas ofertas públicas del cumplimiento de alguno de los requisitos de la presente ley, mediante resoluciones de carácter general.

Los emisores que estén en liquidación no podrán hacer oferta pública de valores excepto si se tratare de sus propias acciones.

Los principales emisores de valores son las sociedades anónimas²⁹⁰ abiertas, los bancos e instituciones financieras²⁹¹, los fondos institucionales distintos a los Fondos de Pensiones²⁹², el Estado a través del Banco Central²⁹³, la Tesorería y el Instituto de Normalización Previsional (INP), las sociedades securitizadoras²⁹⁴ y los emisores extranjeros²⁹⁵.

²⁸⁹ En cuanto a la definición de la oferta pública tanto la legislación chilena como la peruana son similares, ya que establecen que la oferta pública de valores está dirigida a todo el público en general. Sin embargo, nuestra LMV precisa que dicha oferta debe ser adecuadamente difundida por parte de una o más personas naturales o jurídicas (artículo 4 de la LMV).

²⁹⁰ Pueden emitir títulos de renta variable (acciones) y títulos de renta fija (principalmente bonos y efectos de comercio). Los bonos son títulos de deuda cuyo plazo de vencimiento es superior a un año, mientras que los efectos de comercio tienen una vigencia no superior a tres años.

²⁹¹ Participan en el mercado a través de la emisión de depósitos, letras hipotecarias y bonos bancarios, entre otros. Las emisiones bancarias se rigen, en general, por las disposiciones de la Ley General de Bancos y las normas de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

²⁹² Constituidos en Chile y regulados por la SVS son: fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de inversión de capital extranjero y fondos para la vivienda. En términos generales, los fondos son administrados por sociedades especiales denominadas administradoras de fondos. Las administradoras captan recursos del público a través de la emisión de cuotas que dan derecho a sus adquirentes a participar de la rentabilidad generada por las inversiones del fondo. Los fondos de inversión de capital extranjero son de naturaleza similar, sin embargo, los aportes son realizados por personas naturales o jurídicas fuera del territorio nacional y gozan de un tratamiento tributario preferente.

²⁹³ Institución autorizada para emitir valores de deuda principalmente a través de bonos y pagarés con diferentes denominaciones, la Tesorería General de la República principalmente a través de bonos, el Instituto de Normalización Previsional, que emite bonos de reconocimiento y las empresas públicas.

²⁹⁴ Sociedades especiales sujetas a la fiscalización de la SVS que adquieren activos o derechos sobre flujos futuros con los cuales constituyen un patrimonio separado que respalda la emisión de un bono securitizado que se ofrece públicamente en el mercado.

²⁹⁵ Los valores extranjeros que se pueden inscribir y ofrecer públicamente en Chile son cuotas de fondos, acciones y Certificados de Depósitos de Valores (CDV). Para poder ser ofrecidos públicamente en Chile, estos valores deben inscribirse en un registro público especial denominado "Registro de Valores Extranjeros" (bolsa "off-shore").

Las sociedades y fondos institucionales que deseen emitir y hacer oferta pública de sus valores, deben previamente inscribirse e inscribir sus títulos en un registro especial que para esos efectos lleva la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Las emisiones de estas sociedades se rigen por las disposiciones de la ley del mercado de valores, de sociedades anónimas, de cada uno de los distintos fondos y por la normativa de la SVS.

7.1.3 REGISTRO DE VALORES

El artículo 5 de la LMV, dispone que la Superintendencia llevará un Registro de Valores el cual estará a disposición del público. En el Registro de Valores se inscribirán²⁹⁶:

- a) Los emisores de valores de oferta pública;
- b) Los valores que sean objeto de oferta pública;
- c) Las acciones de las sociedades a que se refiere el inciso segundo del artículo 1º;
- d) Las acciones emitidas por sociedades que voluntariamente así lo soliciten.

El artículo 6º establece que sólo podrá hacerse oferta pública de valores cuando éstos y su emisor, hayan sido inscritos en el Registro de Valores.

La inscripción de los valores y sociedades a que se refiere el inciso segundo del artículo 1º, deberá efectuarse dentro de los sesenta días siguientes a la fecha en que se haya cumplido alguno de los requisitos allí mencionados.

Para proceder a la inscripción la Superintendencia dispondrá de un plazo de 30 días contados desde la fecha de la solicitud. Dicho plazo se suspenderá si la Superintendencia, mediante comunicación escrita, pide información adicional al peticionario o le solicita que modifique la petición o que rectifique sus antecedentes por no ajustarse éstos a las normas establecidas, reanudándose tan sólo cuando se haya cumplido con dicho trámite.

7.1.3.1 Inscripción de títulos de deuda de largo plazo

En la inscripción de emisiones de títulos de deuda de largo plazo a que se refiere el Título XVI, el emisor deberá presentar, conjuntamente con la solicitud de inscripción, dos clasificaciones de riesgo de los títulos a inscribir, realizadas de conformidad a las disposiciones del Título XIV.

7.1.4 INTERMEDIARIOS DE VALORES

²⁹⁶ En el acápite 2.8.1 se enumeró las secciones del Registro Público del Mercado de Valores de nuestro país, el mismo que se encuentra tipificado en el artículo 15 de la LMV. A diferencia de Chile, en nuestro país se precisa de mejor manera al establecer que la información contenida en el Registro tiene un carácter público y por lo tanto, de libre acceso. Como se puede notar en la LMV de Chile sólo se indica que el Registro estará a disposición del público.

Son intermediarios de valores las personas naturales o jurídicas que se dedican a las operaciones de corretaje de valores.

Cumplidas las exigencias técnicas y patrimoniales que esta ley establece y las que la Superintendencia determine mediante normas de aplicación general, las personas mencionadas en el inciso anterior podrán dedicarse también a la compra o venta de valores por cuenta propia con ánimo de transferir derechos sobre los mismos.

Sin perjuicio de las demás obligaciones establecidas en esta ley, cada vez que un intermediario opere por cuenta propia, deberá informar esta circunstancia a la o las personas que concurren a la negociación y no podrá adquirir los valores que se le ordenó enajenar ni enajenar de los suyos a quien le ordenó adquirir, sin autorización expresa del cliente.

Los intermediarios que actúan como miembros de una bolsa de valores, se denominan corredores de bolsa y aquellos que operan fuera de bolsa, agentes de valores.

Sin perjuicio de lo establecido en leyes especiales y en el artículo siguiente, ninguna persona podrá actuar como corredor de bolsa o agente de valores sin que previamente se haya inscrito en los registros que para el efecto llevará la Superintendencia.

Los bancos y sociedades financieras no estarán obligados a inscribirse en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores para efectuar las funciones de intermediación de acuerdo a las facultades que les confiere la Ley General de Bancos. Sin embargo, quedarán sujetos a todas las otras disposiciones de la presente ley en lo referente a sus actividades como tales.

7.1.5 DISPOSICIONES GENERALES

El artículo 65 de la LMV dispone que la publicidad, propaganda y difusión que por cualquier medio hagan emisores, intermediarios de valores, bolsas de valores, corporaciones de agentes de valores y cualquiera otras personas o entidades que participen en una emisión o colocación de valores, no podrá contener declaraciones, alusiones o representaciones que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público sobre la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez, garantías o cualquiera otras características de los valores de oferta pública o de sus emisores.

Los prospectos y folletos informativos que se utilicen para la difusión y propaganda de una emisión de valores, deberán contener la totalidad de la información que la Superintendencia determine y no podrán difundirse si no hubieren sido previamente remitidos al registro de valores.

EL artículo 66 establece expresamente que las comisiones que puedan cobrarse por colocación o intermediación de valores serán libres²⁹⁷.

²⁹⁷ Este artículo resulta importante para el mercado de valores, ya que los legisladores chilenos expresamente dejaron establecido que las comisiones que puedan cobrarse por colocación o intermediación serán libres. Por el contrario, en nuestra LMV se dispone que en las ofertas públicas de valores es obligatoria la

7.1.6 CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El artículo 71 de la LMV dispone que las entidades clasificadoras de riesgo tendrán como exclusivo objeto clasificar los valores de oferta pública, pudiendo realizar, además, las actividades complementarias que autorice la Superintendencia, debiendo incluir en su nombre la expresión "Clasificadora de Riesgo".

El artículo 76 establece que **los emisores de valores de oferta pública que emitan títulos representativos de deuda, deberán contratar, a su costo, la clasificación continua e ininterrumpida de dichos valores con a lo menos dos clasificadoras de riesgo diferentes e independientes entre sí.** Los emisores de valores de oferta pública que emitan acciones o cuotas de fondos de inversión podrán someter voluntariamente a clasificación tales valores²⁹⁸.

7.1.6.1 Categorías de clasificación

Los títulos representativos de deuda se clasificarán en consideración a la solvencia del emisor, a la probabilidad de no pago del capital e intereses, a las características del instrumento y a la información disponible para su clasificación, en categorías que serán denominadas con las letras AAA, AA, A, BBB, BB, B, C, D, y E, si se tratare de títulos de deuda de largo plazo, y con las letras N-1, N-2, N-3, N-4 y N-5, si se tratare de títulos de deuda de corto plazo.

Las categorías de clasificación de títulos de deuda de largo plazo serán las siguientes:

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

intervención de un agente de intermediación salvo cuando se trate de instrumentos de corto plazo o cuando las ofertas se dirijan a los inversionistas institucionales (artículo 50 LMV).

²⁹⁸ La exigencia de dos clasificadoras de riesgo cuando se trata de emisiones por oferta pública de valores representativos de deuda es similar en Chile y Perú (artículo 280 de la LMV).

- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

7.1.7 EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA A LARGO PLAZO

La oferta pública de valores representativos de deuda cuyo plazo sea superior a un año, sólo podrá efectuarse mediante bonos y con sujeción a las disposiciones generales establecidas en la presente ley y a las especiales que se consignan en los artículos siguientes.

Sin embargo, los bancos y las sociedades financieras que operen en el país no quedarán sujetos a esta limitación y, si estuvieran autorizados para emitir bonos en conformidad a las normas que los rijan, los requisitos que este título establece se cumplirán ante la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Al requerirse la inscripción de una emisión de bonos, el emisor deberá acompañar a la Superintendencia ejemplares de la escritura pública que hubiera otorgado con el representante de los futuros tenedores de bonos, el que será designado por el emisor en el mismo instrumento, sin perjuicio de que pueda ser sustituido en cualquier tiempo por la junta general de tenedores de bonos. La escritura contendrá todas las características y modalidades de la emisión, la designación de un administrador extraordinario de los fondos a recaudarse y de un encargado de la custodia, en su caso, y la determinación de los derechos y obligaciones del emisor, del administrador extraordinario, de encargado de la custodia, de los tenedores de bonos y de su representante.

La Superintendencia, mediante la dictación de normas de carácter general, establecerá las menciones obligatorias que deberá contener la escritura pública, las

cuales deberán referirse, a lo menos, salvo las excepciones que este organismo determine, a normas relativas a:

- a) Informaciones jurídicas y económicas respecto del emisor, del administrador extraordinario y del encargado de la custodia, en su caso, y del representante de los tenedores de bonos y la determinación de sus respectivas remuneraciones;
- b) Los límites de la relación de endeudamiento en que podrá incurrir el emisor y la finalidad del empréstito y el uso que éste dará a los recursos que por él obtenga.
- c) Descripción de la emisión, incluyendo especialmente el monto de la misma, series, números, cupones y características de los títulos, plazos de colocación, intereses y reajustes a pagarse en su caso; forma y épocas de amortización, de sorteos y de rescates; fecha y modalidades de los pagos y garantías que los caucionen en caso que las hubieran;
- d) Procedimientos de rescates anticipados, los que sólo podrán efectuarse mediante sorteos u otros procedimientos que aseguren un tratamiento equitativo para todos los tenedores de bonos;
- e) Obligaciones, limitaciones y prohibiciones adicionales a las legales, a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, en defensa de los intereses de los tenedores de bonos, particularmente en lo relativo al establecimiento de los resguardos en su favor a que se refiere el artículo 111 del presente título; a las mayores informaciones a proporcionarles en dicho período; a la mantención, sustitución o renovación de activos o garantías; al establecimiento de facultades complementarias de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a su representante y de mayores medidas de protección al tratamiento igualitario a los tenedores de bonos;
- f) La individualización de los peritos calificados que el administrador extraordinario deberá consultar, cuando así proceda;
- g) Procedimiento de elección, reemplazo y remoción, derechos, deberes y responsabilidades del representante de los tenedores de bonos y normas relativas al funcionamiento de las juntas a celebrarse por estos acreedores, y
- h) La naturaleza del arbitraje a que deberán ser sometidas las diferencias que se produzcan con ocasión de la emisión, de su vigencia o de su extinción, según se expresa en el artículo siguiente. Si en la escritura nada se dijera, se entenderá que estas diferencias deberán ser conocidas por uno o más árbitros arbitradores.

No obstante lo dispuesto en el inciso precedente, al producirse un conflicto el demandante siempre podrá sustraer su conocimiento de la competencia de árbitros y someterlo a la decisión de la justicia ordinaria.

Los otorgantes de la escritura de emisión podrán acordar las demás estipulaciones que no sean contrarias a las disposiciones de esta ley o de sus normas complementarias.

La emisión de los instrumentos que regula el presente Título, podrá ser efectuada mediante títulos de deuda de montos fijos o por líneas de bonos. Al efecto, se entenderá que la emisión de bonos es por líneas cuando las colocaciones individuales vigentes no superen el monto total y el plazo de la línea inscrita en la Superintendencia.

7.1.8 REPRESENTANTE DE LOS TENEDORES DE BONOS

El representante de los tenedores de bonos gozará de todas las facultades y deberes que se precisan en esta ley y sus normas complementarias, de las que le correspondan como mandatario y de las que se le otorguen e impongan en la escritura de emisión o por las juntas generales de tenedores de bonos.

La función de este representante de los tenedores de bonos será remunerada con cargo exclusivo al emisor, según el monto y modalidades que se determinen en la escritura de emisión. Esta remuneración gozará de la preferencia establecida para la primera clase de créditos, regida por el artículo 2472 N° 1 del Código Civil.

El representante deberá actuar exclusivamente en el mejor interés de sus representados y responderá hasta de la culpa leve por el desempeño de sus funciones, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa y penal que pudiera serle imputable.

Cuando el representante actúe, judicial o extrajudicialmente, en cumplimiento del mandato y facultades que le otorgare la junta de tenedores de bonos, no requerirá acreditar esta circunstancia ante terceros presumiéndose de derecho la suficiencia de su actuación respecto de ellos, sin perjuicio del derecho de sus representados a hacer efectiva las responsabilidades correspondientes si excediera a sus atribuciones.

Al representante de los tenedores de bonos le corresponderá el ejercicio de todas las acciones judiciales que competan a la defensa del interés común de sus representados, en especial, en las situaciones descritas en los incisos cuarto y quinto del artículo 120 del presente título, estando investido para ello de todas las facultades ordinarias que señala el artículo 7° del Código de Procedimiento Civil y de las especiales que le otorgue la junta de tenedores de bonos.

Si las actuaciones judiciales del representante no requirieran del acuerdo previo de una junta de tenedores de bonos ni en la escritura de emisión se consignare una norma diferente, se entenderá, para todos los efectos legales, que el mandato judicial incluye las facultades de ambos incisos del artículo 7° precitado.

El representante indicado en este artículo, deberá actuar también judicialmente en defensa del interés individual de uno o más de los tenedores de bonos, cuando éstos así se lo solicitaran por escrito, si se produjera alguna de las situaciones descritas en el inciso tercero del artículo 120 ya citado. En este evento, el representante estará legalmente investido de las facultades ordinarias del mandato judicial ya referidas, y de las especiales que les confieran expresamente sus mandantes.

En las demandas y demás gestiones judiciales que entable o en que participe el representante en interés colectivo de los tenedores de bonos, incluidas las peticiones y actuaciones que pueda efectuar con ocasión de la quiebra del emisor o

en convenios judiciales o extrajudiciales relacionados con ésta o con su eventual ocurrencia, deberá expresar la voluntad mayoritaria de sus representados pero no necesitará acreditar esta circunstancia, conforme a lo dispuesto en el artículo precedente.

Además de lo expuesto en los artículos precedentes, el representante de los tenedores de bonos deberá:

- a) Verificar el cumplimiento, por parte del emisor, de los términos, cláusulas y obligaciones del contrato de emisión, conforme a la información que éste le proporcione;
- b) Informar de lo anterior a los tenedores, en la forma y periodicidad que la Superintendencia determine mediante una norma de carácter general;
- c) Verificar, periódicamente, el uso de los fondos declarados por el emisor en la forma y conforme a los usos establecidos en el contrato de emisión.
- d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los tenedores de bonos, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajuste de los bonos sorteados o vencidos. El representante no podrá rehusar pagar directamente a sus representados las obligaciones a que se refiere esta letra, según encargo que le hiciera el emisor luego de proveerlo suficientemente de fondos para cada oportunidad de pago. Esta función adicional deberá ser remunerada por el emisor en los términos que establezca la escritura.

El representante deberá siempre efectuar los pagos por intermedio de un banco o institución financiera, a menos que tuviera alguna de dichas calidades, eventualidad en que podrá pagar directamente;

- e) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que le hubiere autorizado la junta de tenedores de bonos, en materias de la competencia de ésta, y
- f) Ejercer las demás funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión.

Los representantes de los tenedores de bonos son siempre removibles y sus mandatos revocables, sin expresión de causa, por la voluntad de la junta general de estos inversionistas. Sólo podrán renunciar a sus cargos ante una junta de tenedores de bonos.

La misma junta que conozca de la remoción y revocación o de la aceptación de la renuncia, deberá elegir al reemplazante, quien podrá desempeñar su cargo desde que exprese su conformidad con esta función. No será necesario modificar la escritura de emisión para hacer constar esta sustitución, pero ella deberá ser informada al Registro de Valores y al emisor, al día siguiente hábil de haberse efectuado.

El emisor deberá entregar al representante de los tenedores de bonos la información pública que proporcione a la Superintendencia encargada de su fiscalización, en la misma forma y oportunidad con que la entrega a ésta.

El emisor también deberá informar al representante, tan pronto como el hecho se produzca o llegue a su conocimiento, de toda circunstancia que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión.

7.1.9 DE LAS GARANTÍAS

Las garantías sobre valores de oferta pública, monedas, oro, plata u otros valores mobiliarios o títulos de crédito, que tengan por objeto caucionar obligaciones de los corredores de bolsa entre sí o con las bolsas de valores o con sus clientes o de cualquiera de éstos para con aquéllos, por operaciones de corretaje de valores o por las actividades complementarias que se les autorice de conformidad a la ley, se constituirán en la siguiente forma²⁹⁹:

a) Si la garantía recayere sobre monedas, oro o plata, o títulos de crédito o valores mobiliarios al portador, la prenda se constituirá mediante el otorgamiento de un instrumento privado, firmado por las partes ante un corredor de bolsa que no fuere parte en las obligaciones caucionadas o ante el gerente de la bolsa respectiva, en el que se individualizarán los bienes empeñados.

Además, será esencial la entrega material de los bienes dados en prenda al acreedor o al tercero que de común acuerdo designen las partes.

b) Si la garantía recayere sobre títulos de crédito o valores mobiliarios emitidos con la cláusula "a la orden" o que puedan transferirse mediante su endoso, la prenda se constituirá mediante el endoso en garantía del título y la entrega material del mismo, aplicándose lo dispuesto en las leyes N°s. 18.092 y 18.552.

c) Si la garantía recayere sobre acciones, bonos o valores mobiliarios nominativos, que contengan la cláusula de "no endosables", la prenda se constituirá mediante el otorgamiento del instrumento privado a que se refiere la letra a) precedente y la entrega material al acreedor de los títulos pertinentes, en los que se dejará constancia bajo la firma del deudor de su entrega en garantía al acreedor que señale. Si estas acciones, bonos o valores nominativos estuvieren sujetos a inscripción obligatoria en un Registro, la prenda constituida sobre ellos sólo será oponible a terceros desde su inscripción en el competente Registro.

No obstante lo anterior, tratándose de garantías sobre los bienes individualizados en esta letra sujetos a inscripción obligatoria en un Registro, el deudor podrá constituirlos en favor del acreedor transfiriendo en dominio el bien respectivo a la bolsa de valores correspondiente, previa aceptación de ésta, la que detendrá el bien a nombre propio. Cuando fuere necesario hacer efectiva la garantía, la bolsa de valores la realizará extrajudicialmente, actuando como señor y dueño, pero rindiendo cuenta como encargado fiduciario del constituyente de la garantía. Lo anterior es sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 179.

En los casos a que se refiere este Título, no será necesario notificar al deudor, quien quedará liberado de toda responsabilidad si paga a quien le acredite su condición de acreedor por la garantía.

²⁹⁹ En este aspecto nuestra legislación (tanto la LMV y la LGS) es más clara porque precisa los tipos de garantías específicas que deben constituirse cuando el importe total de las obligaciones sea superior al patrimonio neto de la sociedad a la fecha de la emisión (artículos 305 y 307 de la LGS y artículo 90 de la LMV).

Las prendas que se constituyan en conformidad a este Título, servirán de garantía a las obligaciones específicas y determinadas que se señalen, a menos que conste expresamente que la prenda se ha constituido en garantía de todas las obligaciones directas que el dueño de la prenda tenga o pueda tener a favor del acreedor prendario y siempre que se trate de aquellas a que alude el artículo anterior.

Los bienes entregados en prenda de conformidad a los artículos anteriores, más sus intereses, reajustes, frutos e incrementos de cualquier naturaleza, responderán del pago íntegro de los créditos garantizados, sus reajustes, intereses y costas de cobranza.

Estos bienes no reconocerán otra garantía o preferencia de cualquier clase o naturaleza que se pretendiere constituir posteriormente sobre ellos, y si alguna se constituyere, quedará sin efecto de pleno derecho.

A la vez, todos los bienes comprendidos en la prenda en referencia, sólo podrán ser embargados en juicios entablados por los acreedores garantizados, en cuanto ejerzan acciones protegidas por la garantía.

En caso de quiebra del deudor prendario, los bienes pignorados quedarán excluidos de la masa de bienes del fallido y los acreedores caucionados por esta garantía serán pagados sin aguardar los resultados de la quiebra y sin que sea necesario efectuar ninguna de las reservas que previene la ley N° 18.175, especialmente en su artículo 149.

Los acreedores prendarios a que se refiere este Título, podrán, sin más trámite, ejercer los procedimientos de realización de la prenda aludidos en el artículo siguiente y pagarse de sus créditos en el tiempo y forma indicados en dicha disposición.

Una vez hechas exigibles cualquiera de las obligaciones garantizadas, el acreedor prendario pondrá los bienes prendados a disposición de una bolsa de valores, para que se proceda a su realización en subasta pública a más tardar el segundo día hábil siguiente al de su entrega. Los créditos nominativos, cualquiera sea la forma de su otorgamiento y las cláusulas que incluyan, se entregarán endosados a la bolsa de valores respectiva por el acreedor garantizado para que pueda perfeccionarse su transferencia.

Las garantías sobre acciones, bonos o valores nominativos sujetos a inscripción obligatoria en un Registro, constituidas conforme al párrafo primero de la letra c) del artículo 173, se realizarán por la bolsa de valores, previa entrega del traspaso firmado por el acreedor prendario y del título de las acciones. En el caso de las garantías constituidas conforme al párrafo segundo de la letra c) del artículo 173, éstas se realizarán por la bolsa de valores, actuando ésta como señor y dueño, previa solicitud del acreedor garantizado.

El producto que se obtenga en la subasta deberá entregarse al acreedor al día siguiente hábil al de la realización de la prenda y éste procederá de inmediato a efectuar la liquidación del crédito garantizado, debiendo obtener de la bolsa correspondiente una certificación que dé conformidad a dicha liquidación.

Cumplido lo anterior, se aplicarán sin más trámite los valores obtenidos al pago de la obligación, entregando en la misma oportunidad el remanente, si lo hubiere, al deudor.

7.1.10 PROCEDIMIENTO PARA COLOCACIÓN DE OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS

La emisión de bonos de empresas es regulada por la Ley de Valores y la normativa emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Esta lleva, para tales efectos, un registro de compañías e instrumentos.

De acuerdo a lo dispuesto en la Ley N° 18.045,³⁰⁰ de Mercado de Valores, la oferta pública de valores representativos de deuda cuyo plazo sea superior a un año, podrá efectuarse mediante la emisión de bonos inscritos en el Registro de Valores.

Las principales etapas del proceso de emisión son:

a. Selección del asesor financiero / diseño del instrumento:

Tomada la decisión de evaluar la posible emisión de bonos por parte de una compañía, el punto de partida es contactar a un asesor financiero para el apoyo en el diseño e inscripción de la emisión y su posterior colocación en los mercados. Sin embargo, estos agentes no son imprescindibles pudiendo la compañía actuar directamente en estas tareas.

Existe una oferta relativamente variada de asesores financieros, con presencia en la banca comercial chilena y en bancos extranjeros. Normalmente, la relación con el cliente se realiza por medio de un mandato que define las obligaciones de las partes y entrega la capacidad de gestionar la emisión al asesor financiero. Esta relación puede establecerse ya sea por una decisión de confianza con el agente o por condiciones como costos del proceso de emisión.

Con la ayuda del asesor financiero podrán determinarse las características del bono a emitir.

³⁰⁰ La Ley N° 18.045 de Mercado de Valores, en adelante LMV, se publicó en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981 y ha sido modificada por las leyes: a) N° 18.350, publicada en el Diario Oficial de 19 de octubre de 1984; b) N° 18.489, publicada en el Diario Oficial de 28 de diciembre de 1985; c) N° 18.660, publicada en el Diario Oficial de 20 de octubre de 1987; d) N° 18.815, publicada en el Diario Oficial de 29 de julio de 1989; e) N° 18.876, publicada en el Diario Oficial de 21 de diciembre de 1989; f) N° 18.899, publicada en el Diario Oficial de 30 de diciembre de 1989; g) N° 18.919, publicada en el Diario Oficial de 1 de febrero de 1990; h) N° 19.221, publicada en el Diario Oficial de 15 de junio de 1993; i) N° 19.301, publicada en el Diario Oficial de 19 de marzo de 1994; j) N° 19.389, publicada en el Diario Oficial de 18 de mayo de 1995; k) N° 19.506 de 30 de julio de 1997; l) N° 19.601, publicada en el Diario Oficial de 18 de enero de 1999; m) Ley N° 19.623, publicada en el Diario Oficial de 26 de agosto de 1999; n) por el Artículo 1° de la Ley N° 19.705, publicada en el Diario Oficial de 20 de diciembre de 2.000; ñ) por el ARTÍCULO 4° de la Ley N° 19.768, publicada en el Diario Oficial de 7 de noviembre de 2001; o) por el Artículo 3° de la Ley N° 19.769, publicada en el Diario Oficial de 7 de noviembre de 2001; p) por el Artículo 54 de la Ley N° 19.806, publicada en el Diario Oficial de 31 de mayo de 2002; q) por el Artículo 6° de la Ley N° 20.190, publicada en el Diario Oficial de 5 de junio de 2007; r) por el Artículo 1° de la Ley N° 20.343, publicada en el Diario Oficial de 28 de abril de 2009; s) por el Artículo 44 y Artículo transitorio de la Ley N° 20.345, publicada en el Diario Oficial de 6 de junio de 2009, y t) por el Artículo 1° de la Ley N° 20.382, publicada en el Diario Oficial de 20 de octubre de 2009.

b. Clasificación de riesgo:

Esta asignación la realizan empresas privadas independientes que operan tanto en los mercados globales, como en mercados locales de acuerdo a la normativa vigente en cada país.³⁰¹

La asignación de una determinada categoría de riesgo la realizan empresas privadas independientes que operan de acuerdo a la normativa vigente. A nivel internacional las dos agencias de clasificación de riesgo más importantes son Standard & Poor's Rating Agency y Moody's Investor Services, ambas con base en EE.UU.

En Chile esta industria se desarrolló a partir de 1989, existiendo actualmente tres clasificadoras en este mercado que mantienen vinculación con las tres que operan a nivel global: Feller Rate, Humphrey's y Fitch Chile.

c. Solicitud de inscripción en el registro de valores

Todo instrumento de deuda a más de un año que se desee ofrecer en los mercados públicos en Chile por una empresa no financiera, debe hacerse bajo la forma de bonos, debe realizarse inscribiéndose en el registro de valores que mantiene la SVS. El proceso de inscripción esta descrito en detalle en la Norma de Carácter General 30 de 1989 y sus modificaciones.

El proceso de inscripción considera presentar la siguiente información:

- La escritura de emisión;
- El prospecto;
- Autorizaciones para realizar la emisión; constancia de garantías; normas de seguridad de los títulos y los certificados de clasificación emitidos por dos clasificadoras privadas.

Es importante destacar, que según la normativa chilena los dos certificados que indican la clasificación del instrumento deben obtenerse al

³⁰¹ **LEY Nº 18.045 : LEY DE MERCADO DE VALORES. TÍTULO II: Del Registro de Valores y de la información. Artículo 8º** : En la inscripción de emisiones de títulos de deuda de largo plazo a que se refiere el Título XVI, el emisor deberá presentar:

- Conjuntamente con la solicitud de inscripción,
- ***Dos clasificaciones de riesgo de los títulos a inscribir, realizadas de conformidad a las disposiciones del Título XIV.***

Tratándose de la inscripción de títulos de deuda de corto plazo a que se refiere el Título XVII, bastará la presentación de una clasificación de riesgo de los títulos a inscribir, efectuada en la forma expuesta en el inciso anterior.

TÍTULO XIV

De la Clasificación de Riesgo

Artículo 71. La Superintendencia llevará un Registro de Entidades Clasificadoras de Riesgo, en adelante el Registro para los efectos de este Título, y para inscribirse en él dichas entidades deberán cumplir con los requisitos que señala esta ley y las normas de carácter general que al respecto dicte la Superintendencia.

Artículo 72. Las entidades clasificadoras de riesgo que se inscriban en el Registro, deberán ser sociedades de personas. Sus socios principales, y las personas a quienes la sociedad les encomiende la dirección de una clasificación de riesgo determinada, deberán reunir los requisitos y estar sujetos a las obligaciones que se exigen en esta ley y en la norma de carácter general que se dicte para ser inscrito en el Registro.

Artículo 73. Las sociedades clasificadoras de riesgo, al solicitar su inscripción en el Registro, deberán acompañar copia del Reglamento Interno que establece el proceso de asignación de categorías de clasificación.

momento de iniciar el proceso de inscripción en la SVS y no al momento de realizar la colocación como en otros mercados más desarrollados.

La duración del proceso de inscripción, es altamente variable. Respecto de la entrega original, la SVS debe pronunciarse dentro de 30 días, ya sea procediendo a la inscripción respectiva o entregando un oficio con las observaciones y rectificaciones solicitadas al emisor.

Una vez que el emisor haya proporcionado los antecedentes requeridos y subsanadas las observaciones que la Superintendencia haya formulado, ésta procederá a la inscripción en el Registro de Valores, emitiendo un certificado de inscripción.³⁰²

d. Información auditada:

La información presentada para la oferta pública de bonos, debe estar debidamente auditada, con la finalidad de garantizar la razonabilidad de las mismas.³⁰³

³⁰² **LEY Nº 18.045 : LEY DE MERCADO DE VALORES. TÍTULO II: Del Registro de Valores y de la información. Artículo 8º.** La Superintendencia deberá efectuar la inscripción en el Registro de Valores, una vez que el emisor le haya proporcionado la información que ésta requiera sobre su situación jurídica, económica y financiera, por medio de normas de carácter general, dictadas en consideración a las características del emisor, de los valores y de la oferta en su caso. Para proceder a la inscripción la Superintendencia dispondrá de un plazo de 30 días contados desde la fecha de la solicitud. Dicho plazo se suspenderá si la Superintendencia, mediante comunicación escrita, pide información adicional al peticionario o le solicita que modifique la petición o que rectifique sus antecedentes por no ajustarse éstos a las normas establecidas, reanudándose tan sólo cuando se haya cumplido con dicho trámite. Subsana los defectos o atendidas las observaciones formuladas en su caso y vencido el plazo a que se refieren los incisos precedentes, la Superintendencia deberá efectuar la inscripción dentro de tercero día hábil.

³⁰³ **LEY Nº 18.045 : LEY DE MERCADO DE VALORES. TÍTULO XXVIII : De Las Empresas De Auditoría Externa. Artículo 239.** Para los efectos de esta ley, las empresas de auditoría externa son sociedades que, dirigidas por sus socios, prestan principalmente los siguientes servicios a los emisores de valores y demás personas sujetas a la fiscalización de la Superintendencia:

- Examinan selectivamente los montos, respaldos y antecedentes que conforman la contabilidad y los estados financieros.
- Evalúan los principios de contabilidad utilizados y la consistencia de su aplicación con los estándares relevantes, así como las estimaciones significativas hechas por la administración.
- Emiten sus conclusiones respecto de la presentación general de la contabilidad y los estados financieros, indicando con un razonable grado de seguridad, si ellos están exentos de errores significativos y cumplen con los estándares relevantes en forma cabal, consistente y confiable.

Las referencias hechas en esta u otras leyes a auditores externos inscritos en el registro de la Superintendencia o a expresiones similares, deberán entenderse efectuadas a las empresas de auditoría externa que se encuentren inscritas en el Registro de Empresas de Auditoría Externa que llevará la Superintendencia de conformidad con el presente Título, en adelante el "Registro".

Artículo 248. Toda opinión, certificación, informe o dictamen de la empresa de auditoría externa deberá fundarse en técnicas y procedimientos de auditoría que otorguen un grado razonable de confiabilidad, proporcionen elementos de juicio suficientes, y su contenido sea veraz, completo y objetivo.

La empresa de auditoría externa deberá mantener, por a lo menos seis años contados desde la fecha de la emisión de tales opiniones, certificaciones, informes o dictámenes, todos los antecedentes que le sirvieron de base para su elaboración. La Superintendencia, mediante una norma de carácter general, podrá establecer medios y condiciones de archivo y custodia de tales antecedentes. En ningún caso podrán destruirse los documentos que digan relación directa o indirecta con alguna controversia o litigio pendiente. El informe de auditoría externa de las entidades domiciliadas en Chile deberá ser suscrito a lo menos por el socio con domicilio y residencia en Chile que condujo la auditoría. Cuando sean citados, cualquiera que haya firmado los informes de auditoría deberá concurrir a las juntas de accionistas para responder las consultas que se le formulen respecto de su informe y respecto de las actividades, procedimientos, constataciones, recomendaciones y conclusiones, que sean pertinentes.

La Superintendencia podrá autorizar mecanismos que permitan cumplir la obligación antedicha por medios de comunicación que garanticen la fidelidad y simultaneidad de sus opiniones.

e. Contrato de emisión:

Una vez definido las condiciones financieras y legales del bono, este debe materializarse en un contrato de emisión.³⁰⁴ Este contrato es el documento suscrito entre la sociedad que desea ofertar sus valores en el mercado y el representante de los tenedores de bonos, quién actúa como contraparte en espera de la colocación efectiva. El contrato identifica a las partes y contiene la descripción detallada de: El monto a emitir, las series, las tasas de interés, amortizaciones, posibilidad de prepago, uso de fondos, resguardos y garantía. Adicionalmente norma las citaciones a juntas de tenedores, los quórum para distintas decisiones y procedimientos ante eventuales extravíos.

f. Inversionistas:

La demanda relevante en los mercados de deuda en Chile esta dada por los inversionistas institucionales, existiendo escaso poder comprador por parte de personas naturales para este tipo de instrumentos.

Las características de plazo, moneda y clasificación de riesgo, entre otras hacen que los distintos bonos resulten más o menos atractivos, según el tipo de inversionista.

Entre los inversionistas más relevantes, las AFP'S muestran un mayor interés por bonos de plazos medios, 8 a 12 años. Las compañías de seguros de vida demandan bonos a 20 años y más, que requieren para el calce de sus obligaciones a largo plazo.

g. Colocación:

El proceso final de colocación se realiza generalmente por medio de un remate en bolsa, de acuerdo a tasas efectivas que ofrecen los inversionistas. La relación entre esta tasa de colocación efectiva y la tasa de carátula del instrumento determinará el monto efectivamente recaudado por el emisor. En esta etapa toma gran importancia el asesor financiero o agente colocador que puede destacar las ventajas del instrumento ante los potenciales inversionistas.

7.2. ASPECTOS LEGALES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE BONOS CORPORATIVOS EN MÉXICO³⁰⁵

Artículo 249. Las empresas de auditoría externa, en la prestación de sus servicios de auditoría externa, y *las personas que en su nombre participen en dicha auditoría, responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren.*

³⁰⁴ LEY N° 18.045 : LEY DE MERCADO DE VALORES. TÍTULO XVI: De la emisión de Títulos de deuda a largo plazo. **Artículo 109.** Además de lo expuesto en los artículos precedentes, el representante de los tenedores de bonos deberá: a) Verificar el cumplimiento, por parte del emisor, de los términos, cláusulas y obligaciones del contrato de emisión, conforme a la información que éste le proporcione;

³⁰⁵ Paul Krugman en su obra "De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis del 2008" explica la **Crisis del tequila**, que sumió a México en su peor crisis financiera. En diciembre de 1994, las autoridades mexicanas, enfrentadas a una pérdida constante de sus reservas de divisas, tenían que decidir qué hacer. Podrían contener la pérdida elevando las tasa de interés, volviendo atractivo para los residentes en México mantener su dinero en pesos y quizás también atraer fondos extranjeros, pero esta escalada de las tasas de interés lastimaría los negocios y el gasto de los consumidores y México estaba ya, después de varios años de crecimiento desalentador, al borde de una recesión. O podían devaluar el peso, reducir su valor en términos del dólar. Es decir, una devaluación podía, en el mejor de los escenarios, no sólo hacer que las

7.2.1 DISPOSICIONES PRELIMINARES

La Ley del Mercado de Valores expresamente señala que es de orden público y observancia general en los Estados Unidos Mexicanos y tiene por objeto desarrollar el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; proteger los intereses del público inversionista; minimizar el riesgo sistémico³⁰⁶; fomentar una sana competencia, y regular lo siguiente:

- I. La inscripción y la actualización, suspensión y cancelación de la inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores y la organización de éste.
- II. La oferta e intermediación de valores.
- III. Las sociedades anónimas que coloquen acciones en el mercado de valores bursátil y extrabursátil a que esta Ley se refiere; así como el régimen especial que deberán observar en relación con las personas morales que las citadas sociedades controlen o en las que tengan una influencia significativa o con aquéllas que las controlen.

exportaciones mexicanas fueran más competitivas sino convencer también a los inversionistas extranjeros de que los activos mexicanos tenían un buen valor y, por lo tanto permitiría que los intereses cayeran. México escogió la devaluación, pero estropeó la operación.

Lo que se supone que sucede cuando la moneda de un país se devalúa es que los especuladores dicen: "Bueno, eso es todo", y dejan de apostarle a la continua caída de la moneda. Así fue como funcionó en Gran Bretaña y Suecia en 1992. El peligro, por el contrario, es que los especuladores vean la primera devaluación como una señal de que hay otras por venir y comiencen a especular aun más. Con el fin de evitar eso, se supone que un gobierno debe seguir ciertas reglas: 1) Si se va a dar una devaluación, hay que hacerla lo suficientemente grande. De otra manera, simplemente se habrán fijado expectativas de otras por venir; 2) Inmediatamente después de la devaluación se debe dar una señal de que todo está bajo control, de que el gobierno es responsable y entiende la importancia de tratar bien a los inversionistas. De otra forma, la devaluación podría cristalizar dudas acerca de la solidez de la economía y desatar el pánico.

México violó ambas reglas. La devaluación inicial fue del 15%, apenas la mitad de lo que economistas como Dornbusch habían recomendado. Y el comportamiento de los funcionarios del gobierno fue todo menos tranquilizante.

Una fuga enorme de capitales era ahora inevitable y el gobierno mexicano pronto tuvo que abandonar del todo la fijación de la tasa de cambio. Los inversionistas extranjeros quedaron escandalizados al descubrir que México no era el ejemplo que parecía y querían retirarse a cualquier costo. Muy pronto el peso había caído a la mitad de su valor de antes de la crisis.

Uno de los grandes beneficios del plan Brady de 1989 fue que, al mejorar la confianza de los inversionistas, le permitió a México refinanciar su deuda a corto plazo a tasas de interés bastante reducidas. Ahora estas ganancias se habían perdido y aun más: en marzo México estaba pagando intereses del 75% con el fin de persuadir a los inversionistas de que retuvieran su dinero allí.

Peor aun: en un esfuerzo por convencer a los mercados de que no devaluaría, México había convertido miles de millones de deuda a corto plazo en los llamados TESOBONOS que estaban indexados con el dólar. A medida que el peso se fue en picada, el tamaño de estas deudas dolarizadas explotó. Y a medida que el problema de los tesobonos recibía amplia publicidad, se incrementaba la sensación de pánico.

La crisis financiera del gobierno pronto se extendió al sector privado. Durante 1995 el PBI real de México caería 7%. Miles de negocios se quebraron, cientos de miles de trabajadores perdieron sus empleos.

Lo más sorprendente de todo fue que la crisis no se limitó a México. Por el contrario, el "efecto tequila" se extendió a lo largo del mundo y en particular a países de América Latina, especialmente Argentina. Quizá Argentina fue afectada porque para los inversionistas yanquis todos los países latinoamericanos se parecen. Cada peso argentino en circulación estaba respaldado por un dólar en reservas, así que en un sentido mecánico el país siempre podría defender el valor del peso.

³⁰⁶ El riesgo sistemático es el riesgo de mercado; depende de la estructura del mercado. Se trata de uno de los riesgos que afectan al rendimiento de un valor mobiliario. No depende de las características individuales del título, sino de otros factores como la coyuntura económica general o acontecimientos de carácter político, que a su vez inciden sobre el comportamiento de los precios en el mercado.

IV. Las obligaciones de las personas morales que emitan valores, así como de las personas que celebren operaciones con valores.

V. La organización y funcionamiento de las casas de bolsa, bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales de valores, proveedores de precios, instituciones calificadoras de valores y sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores.

VI. El desarrollo de sistemas de negociación de valores que permitan la realización de operaciones con éstos.

VII. La responsabilidad en que incurrirán las personas que realicen u omitan realizar los actos o hechos que esta Ley sanciona.

VIII. Las facultades de las autoridades en el mercado de valores.

El artículo 2 de la LMV, contempla algunas definiciones como:

- **Comisión**, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores³⁰⁷.
- **Emisora**, la persona moral que solicite y, en su caso, obtenga y mantenga la inscripción de sus valores en el Registro. Asimismo, quedarán comprendidas las instituciones fiduciarias cuando actúen con el referido carácter, únicamente respecto del patrimonio fideicomitido que corresponda.
- **Intermediación con valores**, la realización habitual y profesional de cualquiera de las actividades que a continuación se indican:
 - a) Actos para poner en contacto oferta y demanda de valores.
 - b) Celebración de operaciones con valores por cuenta de terceros como comisionista, mandatario o con cualquier otro carácter, interviniendo en los actos jurídicos que correspondan en nombre propio o en representación de terceros.
 - c) Negociación de valores por cuenta propia con el público en general o con otros intermediarios que actúen de la misma forma o por cuenta de terceros.
- **Oferta pública**, el ofrecimiento, con o sin precio, que se haga en territorio nacional a través de medios masivos de comunicación y a persona indeterminada, para suscribir, adquirir, enajenar o transmitir valores, por cualquier título.
- **Valores**, las acciones, partes sociales, obligaciones, bonos, títulos opcionales, certificados, pagarés, letras de cambio y demás títulos de crédito, nominados o innominados, inscritos o no en el Registro, susceptibles de circular en los mercados de valores a que se refiere esta Ley, que se emitan en serie o en masa y representen el capital social de una persona moral, una parte alícuota de un bien o la participación en un crédito colectivo o cualquier derecho de crédito individual, en los términos de las leyes nacionales o extranjeras aplicables.

³⁰⁷ En nuestro país, CONASEV se encarga fundamentalmente de promover el mercado de valores.

7.2.1.1 Oferta pública

Los valores, para ser objeto de oferta pública dentro del territorio nacional, deberán estar inscritos en el Registro³⁰⁸.

La oferta pública en el extranjero, de valores emitidos en los Estados Unidos Mexicanos o por personas morales mexicanas, en forma directa o a través de fideicomisos o figuras similares o equivalentes, deberá notificarse a la Comisión describiendo las principales características de la oferta y ajustándose a las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión.

Las personas que realicen oferta pública de valores conforme a lo señalado en el párrafo anterior, deberán consignar expresamente en el documento informativo que utilicen para su difusión, que los valores objeto de la oferta no podrán ser ofrecidos, ni negociados en territorio nacional, salvo que dichos actos se lleven a cabo en términos de lo establecido en el artículo 8 de esta Ley.

7.2.1.2 Oferta privada

La oferta privada de valores en territorio nacional podrá efectuarse por cualquier persona, siempre que se cumpla alguno de los requisitos siguientes:

- I. Se realice exclusivamente a inversionistas institucionales o calificados.
- II. Se ofrezcan valores representativos del capital social de personas morales, o sus equivalentes, a menos de cien personas, con independencia de que sean de una o más clases o series.
- III. Se realice al amparo de planes o programas aplicables en forma general a empleados o grupos de empleados de la sociedad que emita los valores o personas morales que ésta controle o que la controlen.
- IV. Se efectúe a accionistas o socios de personas morales que realicen su objeto social exclusiva o preponderantemente con éstos.

7.2.2 DEL REGISTRO

El Registro será público, estará a cargo de la Comisión y en él se inscribirán los valores objeto de oferta pública e intermediación en el mercado de valores, según corresponda.

El Registro contendrá los asientos y anotaciones registrales relativos a:

- I. Los valores inscritos conforme a los artículos 85 y 90 de esta Ley.

³⁰⁸ Sobre este aspecto, nuestra LMV establece que en el Registro se inscriben obligatoriamente los valores de oferta pública y los programas de emisión (artículo 17). Asimismo, especifica que para ello no se requiere autorización administrativa previa.

II. Los valores inscritos de forma preventiva conforme a los artículos 91 a 94 de esta Ley.

Asimismo, el Registro contendrá información relativa a la oferta pública en el extranjero, de valores emitidos en los Estados Unidos Mexicanos o por personas morales mexicanas, directamente o a través de fideicomisos o figuras similares o equivalentes. Dicha información tendrá carácter estadístico y no constituirá un asiento o anotación registral.

El Registro se llevará mediante la asignación de folios electrónicos por emisora en los que constarán los asientos relativos a la inscripción, suspensión, cancelación y demás actos de carácter registral, relativos a las emisoras y a los valores inscritos.

Los folios del Registro constarán de tres partes conforme a lo siguiente:

- I.** Información general de las emisoras.
- II.** Inscripciones de valores.
- III.** Toma de notas.

La parte del folio relativa a la información general de las emisoras contendrá:

- I.** La matrícula de la emisora.
- II.** La denominación de la emisora.
- III.** El tipo o naturaleza de la emisora.
- IV.** Los datos generales de la emisora.

La parte del folio relativa a las inscripciones de valores contendrá:

- I.** La matrícula de cada tipo de valor.
- II.** El tipo de los valores y sus características principales.
- III.** Los datos del instrumento público o documento base de la emisión, en su caso.
- IV.** La denominación del intermediario colocador, en su caso.
- V.** La fecha y monto colocado, precisando el tipo de oferta realizada.
- VI.** Los datos del representante común, cuando corresponda.
- VII.** Los datos del fiduciario y características principales del contrato de fideicomiso, de ser el caso.
- VIII.** Los datos relativos al acto administrativo que contenga la resolución sobre la inscripción y, en su caso, la suspensión o cancelación de la misma.
- IX.** Los demás asientos registrales relativos a la inscripción.

Las modificaciones relativas al número, clase, serie, importe, plazo o tasa y demás características de los valores, así como el instrumento público y los documentos o las actas en que consten las mismas, darán lugar a la actualización de la inscripción.

Las inscripciones en el Registro tendrán efectos declarativos y no convalidan los actos jurídicos que sean nulos de conformidad con las leyes aplicables, ni implican certificación sobre la bondad de los valores inscritos en el mismo o sobre la solvencia, liquidez o calidad crediticia de la emisora.

7.2.3 OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES

Las ofertas públicas de valores podrán ser:

A. De suscripción o de enajenación.

B. De adquisición. Las ofertas públicas de valores a que se refiere esta Ley requerirán de la previa autorización de la Comisión. Las personas morales que pretendan obtener la inscripción de sus valores en el Registro, deberán acompañar a la solicitud respectiva la documentación siguiente:

I. Instrumento público en el que conste su escritura constitutiva, así como sus modificaciones.

II. Prospecto de colocación y, en su caso, suplemento informativo, preliminares, sustituyéndose a más tardar el día de inicio de la oferta por el definitivo que, en todo caso, reúnan los requisitos a que se refiere el artículo 86 de esta Ley. Dichos documentos se difundirán y proporcionarán al público en general, de conformidad con las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión.

Las emisoras de valores representativos de un pasivo con vencimiento igual o menor a un año, no estarán obligadas a presentar el prospecto o suplemento citados.

III. Estados financieros anuales dictaminados de la persona moral, o bien, en razón de la naturaleza de esta última, la información de su situación financiera y resultados de operación, elaborados, en cualquier caso, conforme a principios de contabilidad emitidos o reconocidos por la Comisión.

Los estados financieros y la información financiera a que se refiere esta fracción, deberán estar acompañados del dictamen emitido por el auditor externo designado por la persona moral que proporcione los servicios profesionales de auditoría externa.

IV. Opinión legal emitida por licenciado en derecho externo independiente, que verse sobre los asuntos a que se refiere el artículo 87, fracción II de esta Ley.

V. En el **caso de instrumentos de deuda** y títulos fiduciarios residuales, **calificación sobre el riesgo crediticio de la emisión expedida por cuando menos una institución calificadoradora de valores**³⁰⁹. Se considerarán títulos fiduciarios residuales, aquéllos que únicamente otorguen derechos al pago de principal e intereses con cargo al patrimonio fideicometido.

VI. Información del avalista o garante, tratándose de instrumentos avalados o garantizados, así como de las garantías, su constitución y forma de ejecución.

VII. Información adicional que en relación con las fracciones anteriores, la Comisión determine mediante disposiciones de carácter general.

³⁰⁹ Como se sabe el mercado de valores de México es más grande que el nuestro. Sin embargo, han creído conveniente exigir, en casos de instrumentos de deuda, solamente una empresa clasificadora de valores. Este aspecto permite reafirmar la necesidad de eliminar en nuestro país la exigencia de contar con dos empresas clasificadoras y en lugar de ello sólo se debería exigir una empresa.

Tratándose de títulos fiduciarios, la información a que se refiere este artículo deberá proporcionarse respecto del patrimonio fideicometido. Cuando el cumplimiento de las obligaciones en relación con los valores que se emitan al amparo del fideicomiso dependa total o parcialmente del fideicomitente, del administrador del patrimonio fideicometido, del garante o avalista, o de cualquier otro tercero, éstos deberán presentar la información que la Comisión determine mediante disposiciones de carácter general, en relación con los aspectos a que se refiere este artículo.

La emisora y el intermediario colocador de la oferta no podrán ofrecer públicamente, promocionar, propalar o de cualquier forma divulgar, las pretensiones de suscribir o enajenar los valores de que se trate, hasta en tanto no se haya presentado a la Comisión y puesto a disposición del público para su difusión, el prospecto de colocación preliminar y, en su caso, suplemento informativo, de conformidad con lo establecido en la fracción II de este artículo.

7.2.4 INSCRIPCIÓN DE UN VALOR EN EL REGISTRO

El Artículo 85 de la LMV dispone que las personas morales que pretendan obtener la inscripción de sus valores en el Registro, deberán acompañar a la solicitud respectiva la documentación siguiente:

I. Instrumento público en el que conste su escritura constitutiva, así como sus modificaciones.

II. Prospecto de colocación y, en su caso, suplemento informativo, preliminares, sustituyéndose a más tardar el día de inicio de la oferta por el definitivo que, en todo caso, reúnan los requisitos a que se refiere el artículo 86 de esta Ley. Dichos documentos se difundirán y proporcionarán al público en general, de conformidad con las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión.

Las emisoras de valores representativos de un pasivo con vencimiento igual o menor a un año, no estarán obligadas a presentar el prospecto o suplemento citados.

III. Estados financieros anuales dictaminados de la persona moral, o bien, en razón de la naturaleza de esta última, la información de su situación financiera y resultados de operación, elaborados, en cualquier caso, conforme a principios de contabilidad emitidos o reconocidos por la Comisión.

Los estados financieros y la información financiera a que se refiere esta fracción, deberán estar acompañados del dictamen emitido por el auditor externo designado por la persona moral que proporcione los servicios profesionales de auditoría externa.

IV. Opinión legal emitida por licenciado en derecho externo independiente, que verse sobre los asuntos a que se refiere el artículo 87, fracción II de esta Ley.

V. En el caso de instrumentos de deuda y títulos fiduciarios residuales, calificación sobre el riesgo crediticio de la emisión expedida por cuando menos una institución calificadoras de valores. Se considerarán títulos

fiduciarios residuales, aquéllos que únicamente otorguen derechos al pago de principal e intereses con cargo al patrimonio fideicometido.

VI. Información del avalista o garante, tratándose de instrumentos avalados o garantizados, así como de las garantías, su constitución y forma de ejecución.

VII. Información adicional que en relación con las fracciones anteriores, la Comisión determine mediante disposiciones de carácter general.

Asimismo, la LMV dispone que la emisora y el intermediario colocador de la oferta no podrán ofrecer públicamente, promocionar, propalar o de cualquier forma divulgar, las pretensiones de suscribir o enajenar los valores de que se trate, hasta en tanto no se haya presentado a la Comisión y puesto a disposición del público para su difusión, el prospecto de colocación preliminar y, en su caso, suplemento informativo, de conformidad con lo establecido en la fracción II de este artículo.

7.2.5 PROSPECTO DE COLOCACIÓN

El artículo 86 de la LMV establece que *las emisoras que pretendan obtener la inscripción de sus valores en el Registro, para realizar una oferta pública, deberán elaborar un prospecto de colocación o suplemento informativo, preliminares y definitivos*, que acompañen a la solicitud de inscripción, incluyendo la información relevante e incorporando los derechos y obligaciones del oferente y de quienes, en su caso, acepten la oferta.

El referido prospecto o suplemento deberá incluir, en todo caso, la información siguiente, conforme a las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión:

- I.** Las características de la oferta y de los valores objeto de la misma, los derechos y obligaciones que correspondan, el destino de los recursos y el plan de distribución entre el público. El prospecto definitivo deberá incluir adicionalmente el precio o la tasa.
- II.** La situación financiera, administrativa, económica y jurídica de la emisora, así como, en su caso, del grupo empresarial al que pertenezca, en tanto sea relevante para la misma.
- III.** La descripción y giro de la emisora, incluyendo la situación que guarda ésta y, en su caso, el grupo empresarial al que pertenezca, en el sector comercial, industrial o de servicios en que participen, cuando sea relevante, así como los factores de riesgo y contingencias a que se encuentra expuesta.
- IV.** La integración del grupo empresarial al que, en su caso, pertenezca.
- V.** La estructura del capital social precisando, en su caso, las distintas series o clases accionarias y los derechos inherentes a cada una de ellas, así como la distribución de las acciones entre los accionistas, incluyendo a la persona o grupo de personas que tengan el control o una influencia significativa o ejerzan poder de mando en la controladora del grupo empresarial.

VI. Las percepciones, de cualquier naturaleza, que la emisora otorgue a individuos que conforme a esta Ley tengan el carácter de personas relacionadas.

VII. Los convenios o programas en beneficio de los miembros del consejo de administración, directivos relevantes o empleados de la emisora, que les permitan participar en el capital social, describiendo sus derechos y obligaciones, mecánica de distribución y determinación de los precios.

VIII. Las operaciones relevantes celebradas con personas relacionadas, cuando menos correspondientes a los últimos tres ejercicios sociales.

IX. Los comentarios y análisis de la administración sobre los resultados de operación y situación financiera de la emisora, incluyendo sus perspectivas.

X. El dictamen y opinión a que hacen referencia las fracciones III y IV del artículo 85 de esta Ley.

XI. Tratándose de entidades financieras que pretendan obtener la inscripción de las acciones representativas de su capital social o títulos de crédito que las representen en el Registro, la descripción, en su caso, de las equivalencias, semejanzas y diferencias que tiene el régimen especial que les resulta aplicable conforme a las leyes que regulan el sistema financiero que las rijan y disposiciones secundarias que emanan de dichas leyes, en relación con lo previsto para las sociedades anónimas bursátiles, incluyendo los órganos sociales que darán cumplimiento a las funciones que el presente ordenamiento legal prevé para la asamblea de accionistas, el consejo de administración, los comités que desempeñen las funciones en materia de prácticas societarias y de auditoría, y el director general, de las referidas sociedades anónimas bursátiles. Lo anterior a efecto de acreditar el cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 22, fracción IV de esta Ley.

XII. Las declaraciones bajo protesta de decir verdad y la firma, por parte de las personas que deban suscribir el prospecto y suplemento respectivo, en las que manifiesten expresamente que dentro del ámbito de su responsabilidad, no tienen conocimiento de información relevante que haya sido omitida, falseada o que induzca al error.

Las emisoras que obtengan la inscripción en el Registro de sus valores, deberán incorporar de manera notoria en el prospecto de colocación, suplemento o folleto informativo, una leyenda en la que expresamente indiquen que la referida inscripción no implica certificación sobre la bondad de los valores, solvencia de la emisora o sobre la exactitud o veracidad de la información contenida en el prospecto, ni convalida los actos que, en su caso, hubieren sido realizados en contravención de las leyes.

La Comisión podrá solicitar se amplíe, detalle, modifique o complemente, la información que, a su juicio, deba incluirse o anexarse al prospecto, suplemento o folleto informativo, cuando ello favorezca la calidad, claridad y el grado de revelación de información al público. Asimismo, la propia Comisión, mediante disposiciones de carácter general, atendiendo a la naturaleza de la emisora y de la emisión, podrá establecer requisitos adicionales o equivalentes a los previstos en este artículo, así como excepciones al mismo.

El **prospecto de colocación** o suplemento informativo elaborados con motivo de una oferta pública, que se utilicen para difundir información respecto de valores o emisoras al público en general, deberán contener leyendas relativas a la veracidad e integridad de la información, ajustándose a las disposiciones de carácter general que expida la Comisión y ser **suscritas por las personas** que a continuación se mencionan³¹⁰:

- I. Dos consejeros delegados, tratándose de acciones representativas del capital social de personas morales, quienes deberán suscribir exclusivamente el prospecto de colocación o suplemento informativo definitivos, validando la información contenida en los preliminares; todo lo cual deberá estar aprobado por el propio consejo de administración.
- II. El director general y los titulares de las áreas de finanzas y jurídica, o sus equivalentes, de la emisora. Tratándose de servidores públicos, al suscribir el prospecto o suplemento lo harán de conformidad con la legislación y disposiciones administrativas o reglamentarias aplicables.
- III. El representante legal, mandatario o apoderado del intermediario colocador.
- IV. El representante legal, mandatario o apoderado de la persona moral que proporcione los servicios de auditoría externa y por el auditor externo, que podrán ser la misma persona, respecto del dictamen y opiniones que correspondan con motivo de la oferta pública.
- V. El licenciado en derecho externo independiente que rinda la opinión legal con motivo de la oferta pública.

7.2.6 OBLIGACIONES DE LAS EMISORAS

El artículo 104 de la LMV dispone que las emisoras con valores inscritos en el Registro estarán obligadas a presentar a la Comisión y a la bolsa en la que listen sus valores, información relevante para su difusión inmediata al público en general a través de esta última, mediante los reportes que a continuación se indican:

- I. Reportes continuos relativos a los actos societarios, acuerdos adoptados por los órganos sociales y avisos que con motivo de lo anterior deban darse, en cumplimiento de estipulaciones sociales o de las disposiciones aplicables.
- II. Reportes trimestrales que comprendan los estados financieros, así como los comentarios y análisis de la administración sobre los resultados de operación y situación financiera de la emisora.
Los reportes a que se refiere esta fracción, deberán estar suscritos en los términos establecidos en el artículo 88, fracción II, de esta Ley.
- III. Reportes anuales que comprendan:
 - a) Los estados financieros anuales o sus equivalentes, en función de la naturaleza de la emisora, acompañados del dictamen de auditoría

³¹⁰ A diferencia de nuestro país, en México no se exige que el prospecto informativo deba incluir el nombre de la entidad estructuradora (artículo 56 inc. "d" de la LMV).

externa, así como de un informe que reúna los requisitos a que se refiere el artículo 86, fracciones II a IX, XI y XII, de esta Ley.

Los reportes y el dictamen del auditor externo referidos en esta fracción, deberán cumplir, según corresponda, con los requisitos previstos en los artículos 87, fracción I, y 88, fracciones II y IV, de esta Ley.

Cuando el informe a que se refiere esta fracción se presente a la aprobación de la asamblea de accionistas que se celebre con motivo del cierre del ejercicio social, podrá utilizarse en sustitución de aquél al que se refiere el artículo 172 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, siempre que dicho informe contenga la información a que hace referencia la fracción IV del artículo 28 de esta Ley.

b) Lo establecido en el artículo 43 de esta Ley, en relación con las actividades de los comités que desempeñen las funciones en materia de prácticas societarias y de auditoría.

IV. Reportes sobre reestructuraciones societarias tales como fusiones, escisiones, adquisiciones o ventas de activos que apruebe la asamblea de accionistas o el consejo de administración de la emisora.

Los reportes a que se refiere esta fracción, deberán estar suscritos en los términos establecidos en el artículo 88, fracción I, de esta Ley y, en su caso, en la fracción IV de dicho precepto legal, cuando se requiera la opinión de un auditor externo.

V. Reportes sobre eventos relevantes, ajustándose a lo establecido en el artículo 105 de esta Ley.

VI. Reportes sobre las políticas y operaciones a que se refiere el artículo 28, fracción III, de esta Ley.

7.2.7 INTERMEDIARIOS DEL MERCADO DE VALORES

El Artículo 113 de la LMV establece que los intermediarios del mercado de valores serán:

I. Casas de bolsa.

II. Instituciones de crédito.

III. Sociedades operadoras de sociedades de inversión y administradoras de fondos para el retiro.

IV. Sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión y entidades financieras autorizadas para actuar con el referido carácter de distribuidoras.

Las casas de bolsa, en su organización y funcionamiento, se ajustarán a lo previsto en esta Ley.

Las instituciones de crédito, las sociedades operadoras de sociedades de inversión, las administradoras de fondos para el retiro, las sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión y las entidades financieras autorizadas para

actuar con el referido carácter de distribuidoras, en su organización y funcionamiento deberán observar lo establecido en las leyes del sistema financiero que las rijan y demás disposiciones que emanen de ellas.

7.2.8 CALIFICADORAS DE VALORES

Las actividades que tengan por objeto la prestación habitual y profesional del servicio consistente en el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación sobre la calidad crediticia de valores, estarán reservadas a las instituciones calificadoras de valores.

Para organizarse y operar como institución calificadora de valores se requiere autorización de la Comisión, previo acuerdo de su Junta de Gobierno. Dicha autorización, se otorgará a las sociedades anónimas organizadas de conformidad con las disposiciones especiales que se contienen en el presente ordenamiento legal y, en lo no previsto por éste, en lo dispuesto en la Ley General de Sociedades Mercantiles. Por su naturaleza, estas autorizaciones serán intransmisibles.

Las solicitudes de autorización para organizarse y operar como institución calificadora de valores deberán acompañarse de lo siguiente:

- I.** Proyecto de estatutos de una sociedad anónima.
- II.** Relación e información de los socios, así como los probables consejeros, director general y principales directivos de la sociedad.
- III.** Programa general de funcionamiento.
- IV.** Manuales internos que contengan como mínimo lo siguiente:
 - a)** Descripción del proceso de calificación, en el cual deberá precisarse la escala, nomenclaturas e interpretación de la calificación.
 - b)** Políticas y medios de divulgación al público sobre los dictámenes, calificaciones y análisis emitidos, así como sus modificaciones.
- V.** Proyecto de código de conducta que regirá la actuación de la propia sociedad, así como de los consejeros y demás directivos involucrados en el proceso de dictaminación de la calidad crediticia de los valores sobre los cuales presten sus servicios, que se ajuste a estándares internacionales.
- VI.** La demás documentación e información que la Comisión, en relación con las fracciones anteriores, requiera mediante disposiciones de carácter general, previo acuerdo de su Junta de Gobierno.

Las instituciones calificadoras de valores deberán revelar al público las calificaciones que realicen sobre valores inscritos en el Registro o a ser inscritos en el mismo, así como sus modificaciones y cancelaciones, a través de los medios que establezca la Comisión mediante disposiciones de carácter general.

7.2.9 TIPIFICACIÓN DE DELITOS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE MÉXICO

El Artículo 373 de la LMV establece expresamente que serán sancionados con prisión de cinco a quince años quienes dentro del territorio nacional, realicen intermediación con valores con el público, sin contar con la correspondiente autorización de la autoridad competente conforme a ésta u otras leyes³¹¹.

El Artículo 374 tipifica que serán sancionados con prisión de dos a diez años quienes lleven a cabo cualquiera de las conductas siguientes:

- I. Hagan oferta pública de valores no inscritos en el Registro, sin contar con la autorización de la Comisión.
- II. Ofrezcan de manera privada valores, en contravención de lo establecido en el artículo 8 de esta Ley.

Por su parte el Artículo 375 considera que serán sancionados con prisión de cinco a quince años, los miembros del consejo de administración, así como los directivos, empleados o quienes desempeñen cargos o comisiones en un intermediario del mercado de valores, que dispongan para sí o para un tercero de los recursos recibidos de un cliente o de sus valores, para fines distintos a los ordenados o contratados por éste, causándole con ello un daño patrimonial al cliente en beneficio económico propio, y sea directamente o a través de interpósita persona o a favor de tercero.

Las mismas penas se impondrán a los miembros del consejo de administración, así como a las personas que desempeñen funciones directivas, empleos, cargos o comisiones, en un intermediario del mercado de valores, cuando incurran en la conducta de realizar operaciones ilícitas o prohibidas por la Ley que resulten en daño patrimonial al intermediario del mercado de valores de que se trate en beneficio económico propio, ya sea directamente o a través de interpósita persona o a favor de tercero.

Asimismo serán sancionados con prisión de dos a diez años, los miembros del consejo de administración, directivos, funcionarios, empleados, apoderados para celebrar operaciones con el público, comisarios o auditores externos, de un intermediario del mercado de valores, bolsa de valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales de valores o emisoras, que cometan cualquiera de las siguientes conductas:

- I. Omitan registrar en la contabilidad las operaciones efectuadas o alteren los registros contables o aumenten o disminuyan artificialmente los activos, pasivos, cuentas de orden, capital o resultados de las citadas entidades, para ocultar la verdadera naturaleza de las operaciones realizadas o su registro contable.

³¹¹ A diferencia de casi la mayoría de legislaciones, México tipifica en forma clara en su LMV los delitos relacionados con la intermediación de valores, estableciendo penas de hasta 15 años de prisión si se realiza intermediación de valores con el público sin contar con la autorización de la autoridad competente.

II. Inscriban u ordenen que se inscriban datos falsos en la contabilidad, o bien, proporcionen datos falsos en los documentos, informes, dictámenes, opiniones, estudios o calificación crediticia, que deban presentarse a la Comisión en cumplimiento de lo previsto en esta Ley.

III. Destruyan u ordenen que se destruyan total o parcialmente, los sistemas o registros contables o la documentación soporte que dé origen a los asientos contables respectivos, con anterioridad al vencimiento de los plazos legales de conservación y con el propósito de ocultar su registro.

IV. Destruyan u ordenen que se destruyan total o parcialmente, información, documentos o archivos, incluso electrónicos, con el propósito de impedir u obstruir los actos de supervisión de la Comisión.

V. Destruyan u ordenen se destruyan total o parcialmente, información, documentos o archivos, incluso electrónicos, con el propósito de manipular u ocultar de quienes tengan interés jurídico en conocer los datos o información relevante de la sociedad, que de haberse conocido se hubiere evitado una afectación de hecho o de derecho de la propia entidad, de sus socios o de terceros.

VI. Presenten a la Comisión documentos o información falsa o alterada con el objeto de ocultar su verdadero contenido o contexto, o bien, asienten o declaren ante ésta hechos falsos.

7.3. ASPECTOS LEGALES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE BONOS CORPORATIVOS EN COLOMBIA

7.3.1 INTERVENCIÓN DEL GOBIERNO NACIONAL

7.3.1.1 Objetivos y criterios de la intervención del Gobierno Nacional

El Artículo 1 dispone que el Gobierno Nacional ejercerá la intervención³¹² en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, con sujeción a los siguientes objetivos y criterios³¹³:

a) Objetivos de la intervención:

1. Proteger los derechos de los inversionistas.
2. Promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores.
3. Prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores.
4. Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo.

b) Criterios de la intervención:

1. Que se promueva el desarrollo y la democratización del mercado de valores, así como su conocimiento por parte del público.
2. Que la regulación y la supervisión del mercado de valores se ajusten a las innovaciones tecnológicas y faciliten el desarrollo de nuevos productos y servicios dentro del marco establecido en la presente ley.
3. Que las normas y los procedimientos sean ágiles, flexibles y claros, y que las decisiones administrativas sean adoptadas en tiempos razonables y con las menores cargas administrativas posibles.
4. Que los costos de la supervisión y la disciplina del mercado de valores sean eficiente y equitativamente asignados, y que las cargas que se impongan a los participantes del mercado sean consideradas, teniendo en cuenta, en la medida de lo posible, la comparación entre el beneficio y el costo de las mismas.
5. Que se evite impedir o restringir la competencia.
6. Que se dé prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor, o si alguna actividad es de aquellas que requieran autorización o registro y, en general, cuando expida normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas.

³¹² Joseph Stiglitz en su obra "Los Felices 90. La semilla de la destrucción" afirma que dentro de EEUU, reconocían las limitaciones de los mercados y argumentaban que había una función importante (aunque limitada) del gobierno. Pero, aunque no creíamos en el fundamentalismo del mercado en el resto del mundo, tanto directamente como a través del FMI (...). Estas ideas de fundamentalismo de mercado se reflejaban en la estrategia básica para el desarrollo (y para la gestión de la crisis y la transición del comunismo al mercado) defendida a principios de los ochenta por el FMI, el Banco Mundial y el Tesoro de Estados Unidos, una estrategia que muchos bautizaron como "neliberalismo" o, debido a que sus principales defensores se encontraban todos en Washington, "El Consenso de Washington". Ello implicaba la minimización de la función del gobierno, mediante la privatización de empresas de propiedad estatal y eliminar las normas del gobierno y las intervenciones en la economía (...). Los países de más éxito, los del Este Asiático, no habían seguido esta estrategia; el gobierno había desempeñado u papel activo, no sólo en la promoción de la educación y el ahorro y redistribución de la renta sino en tecnología avanzada. Latinoamérica se convirtió en el alumno más aventajado del Consenso de Washington, siendo Argentina y Chile los primeros de la clase.

³¹³ A diferencia de otras legislaciones, la LMV de Colombia se refiere a la intervención como una forma de proteger los derechos de los inversionistas.

7. Que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta.
8. Que se garantice que las operaciones realizadas en el mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación.
9. Que se propenda porque en la regulación y la supervisión se eviten los arbitrajes, procurando que exista uniformidad en las normas que se expidan.

7.3.1.2 Del concepto de valor y de las actividades del Mercado de Valores

El Artículo 2 establece expresamente que para efectos de la presente ley será **valor** todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes:

- a) Las acciones;
- b) Los bonos;
- c) Los papeles comerciales;
- d) Los certificados de depósito de mercancías;
- e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;
- f) Cualquier título representativo de capital de riesgo;
- g) Los certificados de depósito a término;
- h) Las aceptaciones bancarias;
- i) Las cédulas hipotecarias;
- j) Cualquier título de deuda pública.

Parágrafo 1°. No se considerarán valores las pólizas de seguros y los títulos de capitalización.

Parágrafo 2°. Cuando concurren en un mismo emisor las calidades de acreedor y deudor de determinado valor, solo operará la confusión si el título estuviere vencido o si ella fue prevista en el correspondiente prospecto de emisión o, en su defecto, en las condiciones contractuales del respectivo valor.

Parágrafo 3°. Lo dispuesto en la presente ley y en las normas que la desarrollen y complementen será aplicable a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores. Los productos a que se refiere el presente parágrafo solo podrán ser ofrecidos al público previa su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Parágrafo 4°. El Gobierno Nacional podrá reconocer la calidad de valor a los contratos y derivados financieros que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, previa información a la Comisión de Regulación de Energía y Gas, para lo cual esta última tendrá en cuenta la incidencia de dicha determinación en el logro de los objetivos legales que le corresponde cumplir a través de las funciones que le atribuyen las Leyes 142 y 143 de 1994, así como aquellas que las modifiquen, adicionen o sustituyan.

Parágrafo 5°. Los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiarla de regreso. Tampoco procederá acción reivindicatoria, medidas de restablecimiento de derecho e incautación, contra el tercero que adquiera valores inscritos, siempre que al momento de la adquisición haya obrado de buena fe exenta de culpa.

Parágrafo 6°. Las empresas públicas y privadas podrán emitir los valores a que se refiere el presente artículo en los términos y condiciones que determine el Gobierno Nacional.

Asimismo el Artículo 3 de la LMV tipifica que serán **actividades del mercado de valores**:

- a) La emisión y la oferta de valores;
- b) La intermediación de valores;
- c) La administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales;
- d) El depósito y la administración de valores;
- e) La administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados;
- f) La compensación y liquidación de valores;
- g) La calificación de riesgos;
- h) La autorregulación a que se refiere la presente ley;
- i) El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma;
- j) Las demás actividades previstas en la presente ley o que determine el Gobierno Nacional, siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.

Parágrafo 1°. Las entidades que realicen cualquiera de las actividades señaladas en el presente artículo, estarán sujetas a la supervisión del Estado.

Parágrafo 2°. Únicamente las entidades constituidas o que se constituyan en Colombia podrán realizar las actividades del mercado de valores a que se refiere el presente artículo, salvo las previstas en los literales a) e i), casos en los cuales no será necesario constituir una sociedad en el país.

Lo previsto en el presente parágrafo se entiende sin perjuicio de la promoción de servicios a través de oficinas de representación o contratos de corresponsalía, conforme a lo dispuesto en las normas pertinentes.

7.3.1.3 Intervención en el mercado de valores

El Artículo 4 establece que conforme a los objetivos y criterios previstos en el artículo 1° de la presente ley, el Gobierno Nacional intervendrá en las actividades

del mercado de valores, así como en las demás actividades a que se refiere la presente ley, por medio de normas de carácter general para:

a) Determinar las actividades que, en adición a las previstas en la presente ley, hacen parte del mercado de valores por constituir manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público mediante valores, así como establecer su regulación. Igualmente, establecer la regulación aplicable a las actividades del mercado de valores señaladas en las normas vigentes.

En ejercicio de esta facultad el Gobierno Nacional regulará el comercio transfronterizo de los servicios propios de las actividades previstas en el artículo 3° de la presente ley.

b) Establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1° del artículo 2° de la presente ley; lo relativo a las operaciones sobre valores, la constitución de gravámenes o garantías sobre los mismos u otros activos con ocasión de operaciones referidas a valores y su fungibilidad; la emisión de los valores; la desmaterialización de valores; la promoción y colocación a distancia de valores; las ofertas públicas, sus diversas modalidades, las reglas aplicables, así como la revocabilidad de las mismas; y la determinación de las actividades que constituyen intermediación de valores.

En ejercicio de esta facultad el Gobierno Nacional solo podrá calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores.

c) Establecer la regulación aplicable a las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores incluyendo, su organización y funcionamiento; el mantenimiento de niveles adecuados de patrimonio, de acuerdo con los distintos riesgos asociados a su actividad; definición, de manera general y previa de las prácticas constitutivas de conflictos de interés, así como los mecanismos a través de los cuales se manejen, revelen o subsanen dichas situaciones, cuando a ello hubiere lugar; la autorización para que desempeñen actividades que no estén actualmente previstas en las normas vigentes, salvo aquellas que correspondan al objeto exclusivo de instituciones financieras y aseguradoras; el control y el manejo del riesgo; la separación de los activos propios de los de terceros; lo relacionado con el deber de actuar ante los clientes como expertos prudentes y diligentes; el uso de redes de oficinas y redes comerciales; la adquisición de participaciones en su propiedad; el régimen de inversiones y la publicidad.

En desarrollo de la facultad prevista en este literal el Gobierno Nacional no podrá modificar las normas del Código de Comercio en materia societaria ni reducir los tipos de operaciones actualmente autorizadas por las normas vigentes a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores, ni modificar los montos mínimos de capital señalados en la ley.

En ejercicio de la facultad prevista en este literal el Gobierno Nacional podrá autorizar a los depósitos centralizados de valores para recibir en custodia y administración valores que se negocien en el mercado de valores nacional e internacional;

d) Determinar los casos en los cuales las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria podrán realizar nuevas actividades de intermediación en el mercado de valores, sin perjuicio de la realización de las operaciones conexas a su objeto social.

En ejercicio de la facultad prevista en este literal, el Gobierno Nacional podrá determinar los casos en los cuales las entidades vigiladas por la Superintendencia de la Economía Solidaria podrán realizar actividades de intermediación en el mercado de valores, sin perjuicio de la realización de las operaciones conexas a su objeto social.

En desarrollo de la facultad prevista en este literal el Gobierno Nacional no podrá autorizar a las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de la Economía Solidaria, operaciones que correspondan al objeto exclusivo de entidades sujetas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores;

e) Definir quiénes tendrán la calidad de cliente inversionista y de inversionista profesional teniendo en cuenta los volúmenes de inversión, la habitualidad, la profesionalidad, los conocimientos especializados y los demás factores relevantes, así como las reglas aplicables a las relaciones entre dichos inversionistas y los emisores e intermediarios.

En ejercicio de esta facultad, el Gobierno Nacional deberá solicitar a las personas que ejerzan actividades de intermediación en el Mercado de Valores, que suministren a sus clientes la información necesaria para lograr la mayor transparencia en las operaciones que realicen, de suerte que les permita a estos, a través de elementos de juicio claros y objetivos, escoger las mejores opciones del mercado y poder tomar decisiones informadas.

De la misma manera, estas personas deberán remitir a sus clientes extractos de cuenta con la información y periodicidad que determine el Gobierno Nacional;

f) Dictar las normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, y establecer los requisitos de inscripción, actualización de la información y cancelación voluntaria o de oficio. En desarrollo de esta facultad podrá, entre otros, ordenar la inscripción de participantes del mercado en el sistema, excluir de la obligación de inscripción a algunos de los participantes del mercado, disponer la delegación en terceros de la administración del sistema y establecer la información que hará parte del mismo;

g) Establecer las normas dirigidas a la divulgación de información que se deba suministrar a la Superintendencia de Valores, al público, a los inversionistas o a los accionistas, así como aquellas destinadas a la preservación de secretos industriales y de la información de carácter similar, así como dictar normas en materia de uso indebido de información privilegiada dirigidas a los participantes del mercado y servidores públicos con acceso a dicha información;

h) Dictar, con sujeción a la presente ley, las normas que desarrollen la autorregulación a que se refiere el Capítulo Segundo del Título Cuarto de la presente ley, sin perjuicio de la autonomía que corresponde a los organismos autorreguladores;

i) Regular la actividad en el mercado de valores de quienes desarrollen intermediación de valores;

j) Regular la emisión, suscripción y colocación de los títulos de deuda pública;

k) Dictar normas relacionadas con el gobierno corporativo de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación de valores, de las bolsas de futuros y opciones, de las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, de los depósitos centralizados de valores y de las cámaras de riesgo central de contraparte.

En ejercicio de esta facultad el Gobierno Nacional podrá establecer que la mayoría de los miembros del consejo directivo, junta directiva y/o cámara disciplinaria, según corresponda, de las entidades antes dichas, tendrán la calidad de independientes.

l) **Determinar los casos en los cuales los intermediarios de valores, los emisores de valores y las carteras colectivas deberán calificarse por una entidad previamente autorizada por el Estado.** La calificación deberá hacerse pública³¹⁴.

7.3.2 SISTEMA INTEGRAL DE INFORMACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

El artículo 7 de la LMV establece que el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, es el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la Superintendencia de Valores para permitir y facilitar el suministro de información al mercado y estará conformado así:

a) El Registro Nacional de Valores y Emisores, el cual tendrá por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores y clases y tipos de valores.

Las ofertas públicas de valores deberán estar precedidas por la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores³¹⁵.

Parágrafo 1°. El Gobierno Nacional establecerá los términos, requisitos y condiciones para la homologación de registros de valores de otros países.

Parágrafo 2°. El Gobierno Nacional podrá autorizar a las sociedades comisionistas de bolsa la realización de operaciones sobre valores emitidos en el extranjero que no se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, en los términos y condiciones que este determine.

³¹⁴ La LMV de Colombia, a diferencia de la nuestra, establece simplemente que en lo referente a los emisores de valores que éstos deberán calificarse por una entidad previamente autorizada por el Estado. Esto significa que sólo se exige una empresa clasificadora.

³¹⁵ En la mayoría de las legislaciones, las ofertas públicas de valores deben inscribirse previamente en el Registro respectivo. En nuestro caso, este aspecto se encuentra regulado en el artículo 17 de la LMV.

Asimismo, podrá autorizar a las bolsas de valores y a los sistemas de negociación de valores para que a través de ellos se negocien valores emitidos en el extranjero que no se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, en los términos y condiciones que este determine;

b) El Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores, el cual tendrá por objeto la inscripción de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores así como las demás que determine el Gobierno Nacional, salvo los emisores de valores en cuanto a su actividad de emisión de valores. Este registro será condición para actuar en el mercado de valores y desarrollar las actividades a que se refiere el artículo 3° de la presente ley, salvo la prevista en el literal a) de dicha disposición;

c) El Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, el cual tendrá por objeto la inscripción de las personas naturales que desempeñen los cargos o funciones de tesorero o quien haga sus veces, las personas naturales que realicen operaciones en las mesas de dinero, las personas naturales que gerencien o administren fondos de valores, fondos de inversión, y fondos mutuos de inversión, las personas naturales que ejerzan funciones relacionadas con las operaciones que se realizan en las mesas de dinero, así como las demás personas naturales que desempeñen los cargos o funciones que determine el Gobierno Nacional en las entidades que desarrollen las actividades previstas en el artículo 3° de la presente ley, salvo la prevista en el literal a) de dicha disposición. La inscripción en este registro será condición para actuar en el mercado de valores.

Parágrafo 1°. El Gobierno Nacional señalará el régimen de inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores y en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria que desarrollen alguna de las actividades previstas en el artículo 3° de la presente ley, salvo la prevista en el literal a) de dicha disposición, y de las personas naturales que presten sus servicios en estas.

Parágrafo 2°. La información que repose en el SIMEV será pública. En consecuencia, cualquier persona podrá consultarla, observando las reglas que para el efecto se establezcan.

Parágrafo 3°. La veracidad de la información que repose en el SIMEV, así como los efectos que se produzcan como consecuencia de su divulgación serán de exclusiva responsabilidad de quienes la suministren al sistema.

Parágrafo 4°. La inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores no implicará calificación ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia de Valores acerca de las personas naturales o jurídicas inscritas ni sobre el precio, la bondad o la negociabilidad del valor, o de la respectiva emisión, ni sobre la solvencia del emisor.

Parágrafo 5°. En virtud del riesgo social y del interés público de las actividades que regula la presente ley, el tesorero o quien haga sus veces, las personas que realicen operaciones en las mesas de dinero, las personas que gerencien o administren fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes

especiales, y las personas que ejerzan funciones relacionadas con las operaciones que se realizan en las mesas de dinero, deberán aprobar exámenes de idoneidad para inscribirse o para permanecer en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores. Aquellos que hayan aprobado los exámenes de idoneidad deberán presentar exámenes de actualización con la periodicidad que determine el Gobierno Nacional. De igual forma, quienes pretendan desarrollar funciones diferentes a aquellas que ejercían en el momento de la aprobación de los exámenes y las cuales hagan parte de las expuestas en este párrafo, también tendrán que presentar el correspondiente examen. Dichos exámenes podrán ser aplicados por personas que ejerzan funciones de autorregulación, por las bolsas de valores, por organizaciones gremiales o profesionales o por instituciones de educación superior autorizadas por el Icfes, las cuales deberán ser previamente aprobadas para el efecto por la Superintendencia de Valores. La Superintendencia de Valores velará por el cumplimiento de lo aquí dispuesto para lo cual aprobará el contenido y alcance de los exámenes que administren las personas antes mencionadas.

Parágrafo 6°. Quienes se desempeñen o pretendan desempeñarse como administradores, directores y revisores fiscales de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores, así como las personas que gerencien o administren fondos de valores, fondos de inversión y fondos mutuos de inversión, deberán acreditar ante esta que gozan de buena reputación moral y profesional y las exigidas en las normas vigentes para el caso específico de los revisores fiscales.

El Artículo 8 dispone que los derechos de inscripción en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, a que se refiere la presente ley y las cuotas que se deberán pagar a la Superintendencia de Valores se liquidarán y pagarán según lo previsto en el presente artículo. Para el efecto la Superintendencia calculará y cobrará las respectivas contribuciones determinadas por el monto total del presupuesto de funcionamiento e inversión de la entidad en el año respectivo deducidos los excedentes por contribuciones de la vigencia anterior. Los derechos de oferta pública se cobrarán por una sola vez y se calcularán como un porcentaje sobre el valor de la emisión.

7.3.3 EMISORES DE VALORES

EL Artículo 46 de la LMV dispone que los representantes legales de los emisores de valores deberán certificar que los estados financieros y otros informes relevantes para el público no contienen vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones del correspondiente emisor de valores.

Por su parte el Artículo 47 establece que los representantes legales de los emisores de valores serán responsables del establecimiento y mantenimiento de adecuados sistemas de revelación y control de la información financiera, para lo cual deberán diseñar procedimientos de control y revelación y asegurar que la información financiera les es presentada en forma adecuada.

Parágrafo. Los representantes legales deberán verificar la operatividad de los controles establecidos al interior del correspondiente emisor de valores. El informe a la asamblea general de accionistas deberá contener la evaluación sobre el desempeño de los mencionados sistemas de revelación y control.

Igualmente, los representantes legales de los emisores de valores serán responsables de presentar ante el comité de auditoría, el revisor fiscal y la junta directiva todas las deficiencias significativas presentadas en el diseño y operación de los controles internos que hubieran impedido a la sociedad registrar, procesar, resumir y presentar adecuadamente la información financiera de la misma. También deberán reportar los casos de fraude que hayan podido afectar la calidad de la información financiera, así como cambios en la metodología de evaluación de la misma.

Finalmente el Artículo 48 establece *Excepciones a lo dispuesto en el presente capítulo*. Las disposiciones contenidas en el presente capítulo no serán aplicables a la Nación, a las entidades territoriales a que se refiere el artículo 286 de la Constitución Política, al Banco de la República, al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, Fogafín, a los organismos multilaterales de crédito, a los Estados y gobiernos extranjeros y a las entidades constituidas en el extranjero.

7.3.4 OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS

La BVC es una sociedad anónima de carácter privado, mediante la cual se inscriben y negocian valores públicamente. Además de regular otros temas³¹⁶.

Se considera como oferta pública de valores³¹⁷, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

Una oferta pública es aquella que cumple con las siguientes condiciones³¹⁸:

i) Es dirigida a personas no determinadas o a cien (100) o más personas determinadas.

ii) Tiene por objeto la suscripción, enajenación o adquisición de valores emitidos en serie o en masa que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación o representativos de mercancías.

7.3.5 PARTICIPANTES EN UNA OFERTA PUBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS³¹⁹

³¹⁶ La BVC expidió el Reglamento General de la BVC, aprobado por la Superintendencia de Valores mediante Resoluciones 1100 de diciembre 28 de 2001 y 1123 de diciembre 31 de 2001, y la Circular Única de la BVC, aprobada por el Consejo Directivo de la BVC el 29 de junio de 2001, en donde se regulan principalmente.

³¹⁷ Resolución 400 – de 1 995, Capítulo primero, en su artículo 1.2.1.1.

³¹⁸ Guía colombiana del mercado de valores. El presente documento fue preparado por el Doctor Carlos Fradique-Méndez en virtud de contrato de consultoría de Julio de 2007. Los derechos patrimoniales de autor de este documento son exclusivos del Banco Interamericano de Desarrollo, página 128.

A pesar de las diferencias que individualizan los distintos tipos de bonos, en la emisión y oferta de los mismos intervienen fundamentalmente los siguientes agentes, independientemente del tipo de bono de que se trate:

- i) El emisor, que es el deudor del crédito colectivo representado por los bonos.
- ii) Los inversionistas, o personas que adquieren los valores y tienen la calidad de acreedores de los mismos.
- iii) El agente estructurador, responsable de la coordinación de la emisión y colocación de la totalidad o parte de la emisión entre los inversionistas.
- iv) El agente colocador, entidad encargada, en su calidad de suscriptor profesional, de recibir y colocar los valores entre el público.
- v) El agente de pagos, representante del emisor para cancelar el capital y los intereses adeudados por parte del emisor como consecuencia de la emisión.
- vi) El depositario, entidad responsable de la custodia y administración de los valores constitutivos de la emisión.
- vii) Agencias calificadoras, entidades encargadas de evaluar el riesgo crediticio del emisor y de los valores objeto de emisión.
- viii) Representante legal de los tenedores de los bonos, responsable de defender los intereses de los tenedores de los valores y representar a los mismos en el ejercicio de sus derechos.

7.3.6 REQUISITOS PARA LA EMISION BONOS³²⁰

Entre otros, los siguientes :

1. El monto de la emisión de bonos objeto de inscripción en el registro nacional de valores e Intermediarios para realización de oferta pública o para inscripción en bolsa, no debe ser inferior a dos mil (2000) salarios mínimos mensuales, salvo que se trate de emisiones de bonos de riesgo, para las cuales no aplicará esta limitante.
2. Cuando se trate de realizar la emisión de bonos convertibles en acciones o de bonos con cupones para la suscripción de acciones, con el objeto de realizar oferta pública, o con el de posterior inscripción en bolsa, se requerirá que las acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores. En tal caso, estos bonos deberán inscribirse en bolsa.
3. Los bonos ordinarios que se vayan a colocar por oferta pública deberán ser inscritos en una bolsa de valores con anterioridad a la misma.
4. No podrán emitirse bonos con vencimientos inferiores a un (1) año. Sin embargo, cuando se trate de bonos convertibles en acciones, en el prospecto de emisión podrá preverse que la conversión puede realizarse antes de que haya transcurrido un año contado a partir de la suscripción del respectivo bono.

7.3.7 PROCEDIMIENTOS PARA COLOCACION DE OFERTAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS³²¹

³¹⁹ Guía colombiana del mercado de valores. El presente documento fue preparado por el Doctor Carlos Fradique-Méndez en virtud de contrato de consultoría de Julio de 2007. Los derechos patrimoniales de autor de este documento son exclusivos del Banco Interamericano de Desarrollo, pagina 55.

³²⁰ Resolución 400 –de 1995, Capitulo cuarto, sección I, en su artículo 1.2.4.2.

El proceso de inscripción y emisión de valores comienza con la decisión de entrar al mercado público de valores y obtener sus beneficios. Esa decisión proviene de un análisis de la conveniencia de entrar a la bolsa, y de evaluar los compromisos que adquieren las empresas con el mercado en términos de revelación de información.

Son tres los trámites necesarios para que los títulos de una empresa puedan negociarse en la Bolsa de Valores de Colombia:

- **Ante la Superintendencia Financiera de Colombia- SFC** (antes Superintendencia de Valores): Las empresas deberán tramitar formalmente la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores –RNVE-, requisito indispensable para realizar una oferta pública de valores o que los mismos se negocien en un sistema de negociación. Las empresas pueden inscribir sus acciones en el RNVE y en la Bolsa, sin necesidad de hacer una oferta pública. Sin embargo, las empresas interesadas en realizar una oferta de valores deberán adicional al RNVE, surtir el trámite de aprobación de oferta pública. La Dirección de Acceso al Mercado de la SFC se encarga de revisar la información contenida en el prospecto junto con los documentos adicionales solicitados.
- **Ante el Depósito Centralizado de Valores – DECEVAL:** Este se encarga de manejar electrónicamente y controlar las transferencias, registros, pagos de capital e intereses y todos los aspectos relacionados con la administración de emisiones privadas, tanto de renta fija como de acciones. DECEVAL ofrece diferentes alternativas para los emisores de valores, que van desde la custodia de valores inmovilizados hasta encargarse de algunos aspectos de la relación con el inversionista final.
- **Ante la Bolsa de Valores de Colombia:** La inscripción en Bolsa permite la negociación secundaria de los títulos emitidos por las empresas en el mercado público.

A continuación, se describe en términos generales, el proceso de emisión de bonos:

1. Autorización de órgano competente para la emisión de bonos: El primer paso consiste en obtener la autorización de los órganos competentes para inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores que administra la Superintendencia Financiera y en la Bolsa de Valores de Colombia. Si bien en los procesos de inscripción y emisión participan agentes como banqueros de inversión, abogados, calificadoras, el emisor (representado en la Asamblea General de Accionistas / Junta Directiva del emisor) es el centro de todo el proceso y como tal son sus intereses los que deben primar de manera que se garantice el cumplimiento de sus objetivos y el éxito de su experiencia en el mercado.

³²¹ Proceso para la Emisión de Bonos en Colombia Marco normativo, procedimientos y documentos definidos para la Emisión de bonos en Colombia. Documento Preparado por : Patricia Zúñiga - Leydit González

2. Elaboración del prospecto de colocación³²²: Teniendo en cuenta los requisitos formales del prospecto y su Contenido, conforme a la normatividad respectiva. Es el documento que contiene los datos del emisor, del valor y de la emisión, necesarios para el cabal conocimiento de los mismos por parte de los inversionistas. En todo caso el prospecto deberá incluir cuando menos las condiciones y características del valor que se ofrece, de la oferta de los valores cuando sea el caso, y de las autorizaciones recibidas, debiendo contener, adicionalmente, una descripción clara, completa, precisa, objetiva y verificable del emisor en sus aspectos de organización, reseña histórica, información financiera, expectativas, riesgos, proyectos futuros y destinación de los recursos que se reciban como consecuencia de la emisión.

3. Prospecto de colocación de bonos³²³. Además del contenido que establece el artículo 1.2.2.2. de la presente resolución, el prospecto de colocación de bonos deberá expresar:

1. Si los bonos están acompañados de cupones de suscripción de acciones, las condiciones en que puede realizarse dicha suscripción, y

2. El o los diarios en los cuales se publicarán los avisos e informaciones que deban comunicarse a los tenedores por tales medios. La entidad emisora podrá cambiar dicho medio de información cuando lo autorice la Superintendencia de Valores o cuando previamente se informe de tal circunstancia a los tenedores por medio de un aviso destacado en el diario identificado en el respectivo prospecto.

3. **Calificación de la emisión³²⁴:** Por parte de una calificadora de riesgo debidamente reconocida como tal.

4. Elaboración del contrato suscrito con miras a la colocación

5. Elaboración del contrato de emisión con el representante legal de tenedores³²⁵: La entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos deberán suscribir un contrato de representación de tenedores de bonos, con el contenido mínimo que exigen las regulaciones pertinentes. Una vez ejecutoriada la resolución mediante la cual se haya autorizado la emisión, el representante legal de la entidad emisora constituirá las respectivas garantías, si fuere el caso, y suscribirá el correspondiente contrato con el representante de los futuros tenedores de bonos.

6. Elaboración del macro título

7. Elaboración y aprobación del reglamento de emisión por parte de la junta Directiva

8. Elaboración del aviso de oferta: En el cual deberá incluirse, entre otros aspectos: el reglamento de colocación; los destinatarios de la oferta; la calificación otorgada a los valores objeto de la oferta. Si los destinatarios de la oferta son personas determinadas, bastará con anexar a la solicitud de

³²² Resolución 400-1995, Capítulo Segundo: Autorización De La Oferta Publica De Valores En Mercado Primario en su Artículo 1.2.2.2.

³²³ Resolución 400-1995, Capítulo Cuarto ,Sección I, Artículo 1.2.4.42.

³²⁴ Resolución 400, Capítulo segundo.

³²⁵ Resolución 400 ,Capítulo cuarto ,sección I en su ARTICULO 1.2.4.6.

autorización, el proyecto de la carta con que se enviará el prospecto de colocación, en el cual deberá expresarse de manera general las características de la oferta.

9. **Solicitud de inscripción por parte del emisor:** Debe remitirse a la Superintendencia de Colombia la solicitud de inscripción, suscrita por el representante legal de entidad, en el registro y autorización para realización de la oferta pública, contando previamente con todas las autorizaciones internas de la entidad emisora.

7.3.8 DISPOSICIÓN FINAL

Para los efectos de la presente ley se entenderá por:

1. **Entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores.** Las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales y sus miembros, las bolsas de futuros y opciones y sus miembros, las sociedades que realicen la compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros; las sociedades comisionistas de bolsa, los comisionistas independientes de valores, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores, las sociedades calificadoras de valores, las sociedades titularizadoras, los fondos mutuos de inversión que a 31 de diciembre de cada año, registren activos iguales o superiores a cuatro mil (4.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes a la fecha del respectivo corte, los fondos de garantía que se constituyan en el mercado público de valores, las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores, las cámaras de riesgo central de contraparte, las entidades que administren sistemas de negociación y registro de divisas y las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas.

El Gobierno Nacional, mediante normas de carácter general, podrá someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores a los intermediarios de valores que se anuncien al público como prestadores de servicios en el mercado de valores y/o los ofrezcan al público. Igualmente, el Gobierno Nacional, mediante normas de carácter general, podrá someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores a las personas que realicen las actividades a que se refiere el artículo 3° de la presente ley, salvo que se encuentren sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria.

El Gobierno Nacional podrá fijar por una sola vez el capital mínimo de las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores, cuando dicho capital no esté determinado por la Ley.

2. **Emisores de valores sometidos al control exclusivo de la Superintendencia de Valores.** Aquellas entidades que tengan títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores que no se encuentren sometidos por ley a la inspección y vigilancia de otra entidad del Estado.

3. **Fondos de Inversión.** Son los fondos a que se refiere el Decreto 384 de 1980.

7.4. ASPECTOS LEGALES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE BONOS CORPORATIVOS EN ESPAÑA

La Ley del Mercado de Valores de España proclama un principio general de libertad de emisión sin necesidad de autorización previa, salvo en ciertos supuestos excepcionales³²⁶.

Asimismo, se declara libre el sistema de colocación que cada emisor desee utilizar, sin más requisito que el de quedar definido y hacerse público en todos sus extremos antes de proceder al lanzamiento de la emisión.

Otro tanto ocurre en cuanto a la elección del desarrollo temporal de las emisiones. No obstante, para defender los intereses de los inversores, se exige la comunicación a la Comisión de los proyectos de emisión, con publicidad de los mismos, el registro en aquélla del folleto informativo y de la existencia previa de cuentas de los estados financieros del emisor. La Ley contempla, sin embargo, posibles excepciones a estos requisitos en determinados casos.

³²⁶ La LMV de España a diferencia de la nuestra, proclama el principio general de la libertad de emisión sin necesidad de autorización previa. Sin embargo, en el artículo 25 establece que deben someterse a autorización previa las emisiones en plazos superiores a un año.

7.4.1 DISPOSICIONES GENERALES

El Artículo 1 establece que la LMV tiene por objeto la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de supervisión.

Asimismo señala que quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones. Reglamentariamente se establecerán los criterios de homogeneidad en virtud de los cuales un conjunto de valores, negociables se entenderá integrado en una emisión.

Las disposiciones de la presente Ley serán de aplicación a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio nacional.

7.4.2 COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, se encarga de la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y las demás funciones que se le atribuyen en esta Ley.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores asesorará al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda y, en su caso, a los órganos equivalentes de la Comunidades Autónomas en las materias relacionadas con los mercados de valores, a petición de los mismos o por iniciativa propia. Podrá también elevar a aquéllos propuestas sobre las medidas o disposiciones relacionadas con los mercados de valores que estime necesarias. Elaborará y dará publicidad a un informe anual en el que se refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores.

El artículo 14 de la LMV dispone que la Comisión Nacional del Mercado de Valores queda configurada como un Ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que se regirá por lo dispuesto en la presente Ley y las disposiciones que la desarrollen, entendiéndose comprendida en el número 5 del artículo 61. de la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria.

En el ejercicio de sus funciones públicas y en defecto de lo dispuesto en esta Ley y en las disposiciones que la desarrollen, la Comisión Nacional del Mercado de Valores actuará con arreglo a la Ley de Procedimiento Administrativo.

7.4.3 MERCADO PRIMARIO DE VALORES

El Artículo 25 de la LMV dispone que **la emisión de valores no requerirá autorización administrativa previa.**

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, el Ministro de Economía y Hacienda podrá prohibir o determinar que deban someterse a su autorización previa:

- a) Las emisiones de valores cuyo principal o cuyos intereses sean revisables en función de la evolución de algún índice de precios o del precio de algún bien o servicio.
- b) Las emisiones cuyos rendimientos sean exigibles, en su totalidad o en su mayor parte, en plazos superiores a un año.
- c) Las emisiones expresadas en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional.
- d) Las emisiones realizadas en el mercado nacional por no residentes.

Asimismo, **el Ministro de Economía y Hacienda podrá determinar que deban someterse a su autorización previa las emisiones que pretendan gozar de algún beneficio tributario o de cualesquiera otros privilegios legalmente establecidos**, salvo que se trate de beneficios cuya concesión sea competencia de alguna Comunidad Autónoma, en cuyo caso se estará a lo que ésta disponga al respecto.

En el caso de que las emisiones relacionadas en el párrafo segundo de este artículo se sometan al requisito de autorización, el otorgamiento de ésta podrá ser denegado o condicionado a la modificación de cualquiera de las características de las emisiones o a su realización en fecha determinada, de acuerdo con los criterios que se fijen. Se entenderá otorgada la autorización en virtud del transcurso del plazo que se determine reglamentariamente sin que haya recaído resolución expresa.

La competencia para autorizar las emisiones a que se refieren los párrafos anteriores podrá ser delegada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

7.4.3.1 Requisitos de las emisiones de valores

El artículo 26 establece que sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo anterior, las emisiones de valores estarán sujetas al cumplimiento previo de los requisitos siguientes:

- a) Comunicación, con el contenido y formalidades que se establezcan reglamentariamente, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en virtud de la cual ésta hará público el proyecto de emisión.
- b) Aportación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y registro previo por la misma, en los términos previstos en el artículo 92, de los documentos que acrediten el acuerdo de emisión, las características de los valores emitidos y los derechos y obligaciones de sus tenedores.
- c) Existencia y registro de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor realizada por un profesional inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas en los términos previstos en los artículos 27 y 92.

d) Presentación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y registro previo por la misma de un folleto informativo sobre la emisión proyectada, en los términos previstos en los artículos 28 y 92.

e) Transcurso de los plazos mínimos que se establezcan reglamentariamente entre el momento de la comunicación previa de la emisión o del registro del folleto y el de la realización de la misma.

El Gobierno podrá establecer los casos en que la modificación de las características de los valores ya emitidos quedará sujeta al cumplimiento previo de todos o algunos de los requisitos anteriores.

El artículo 27 de la LMV dispone que reglamentariamente se establecerá el alcance y contenido de los estados financieros a auditar y el de las correspondientes auditorías, que en ningún caso serán menores que el establecido en las normas reguladoras de las auditorías de cuentas, así como el número de ejercicios afectados por éstos. El informe de auditoría, los estados financieros auditados y, en su caso, el informe de gestión tendrán la consideración de información pública, facilitándose el acceso a la misma en el domicilio social de la entidad emisora, así como mediante los procedimientos previstos en los artículos 28 y 92, o cualquier otro que reglamentariamente se determine.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores verificará que la auditoría exigida cumple los requisitos establecidos, procediendo, en caso afirmativo, a incorporarla al correspondiente registro oficial previsto en el artículo 92 y, en otro caso, a requerir dicho cumplimiento.

7.4.3.2 Folleto informativo

El artículo 28 de la LMV dispone que el folleto informativo *contendrá la información necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone.*

El folleto informativo deberá reproducir literalmente las conclusiones de las auditorías de cuentas previstas en el artículo 27 y los términos de los documentos que acrediten las características de los valores afectados y los derechos y obligaciones de sus tenedores, así como, en los términos previstos en el artículo 29, el procedimiento de colocación de los valores. Dicho folleto deberá ser suscrito por persona con poder para obligar a la entidad emisora de los valores, y ésta no podrá oponer, frente al inversor de buena fe, hecho o derechos derivados de las auditorías de cuentas y de los citados documentos o relativos al procedimiento de colocación que no consten en el expresado folleto³²⁷.

El resto del contenido del folleto informativo se determinará reglamentariamente y podrá ser distinto en función de las características de la

³²⁷ La LMV de España al igual de la LMV de México no exige que el prospecto informativo deba incluir el nombre de la entidad estructuradora. Lo cual es un aspecto importante a considerar para nuestro ordenamiento jurídico ya que es factible la no exigencia de una entidad estructuradora.

entidad emisora, de las cuantías de la emisión afectada o de otras características de los correspondientes valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores verificará que el folleto informativo cumple los requisitos establecidos, procediendo en caso afirmativo a incorporarlo al correspondiente registro oficial previsto en el artículo 92 y, en otro caso, a requerir dicho cumplimiento.

Toda entidad emisora de valores estará obligada a publicar el correspondiente folleto informativo y a hacer entrega de él gratuitamente a sus suscriptores. Dicha entidad deberá, además, facilitar el acceso del público al folleto informativo en su domicilio social, así como mediante cualquier otro procedimiento que reglamentariamente se determine.

7.4.3.3 Colocación de emisiones

El artículo 29 dispone que para la colocación de emisiones podrá recurrirse a cualquier técnica adecuada a elección del emisor. El procedimiento de colocación deberá quedar definido y hacerse público en todos sus extremos antes de proceder a la misma. Los mismos principios de libertad, definición previa y publicidad se aplicarán a la elección del colectivo de potenciales suscriptores al que se ofrezca la emisión y, respetando los plazos derivados de lo previsto en el artículo 26, a la fecha o periodo de desarrollo de su colocación.

Las condiciones definidas en virtud de lo dispuesto anteriormente deberán figurar en el folleto informativo de la correspondiente emisión y la colocación de ésta deberá ajustarse estrictamente a las mismas.

El artículo 30 establece que las emisiones de valores del Estado y de las Comunidades Autónomas no estarán sujetas a lo previsto en los artículos 26, 27, 28 y 29 anteriores. Lo dispuesto en el apartado c) del artículo 26 tampoco será de aplicación a aquellas entidades de derecho público que el Gobierno determine ni a los organismos internacionales de los que España sea miembro.

Sin perjuicio de lo que se prevé en el párrafo anterior, el Gobierno podrá exceptuar, total o parcialmente, del cumplimiento de los requisitos mencionados en los artículos 26, 27, 28 y 29 determinadas categorías de emisiones, en función de la naturaleza del emisor, de la pequeña cuantía de la emisión, del número restringido o de las especiales características de los inversores a la que ésta vaya dirigida o de otras circunstancias que hagan aconsejable establecer excepciones a los mismos³²⁸. En ningún caso podrá el Gobierno hacer uso de esta facultad cuando existan valores del mismo emisor de análogas características admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Tampoco podrá establecer un alcance o contenido de las auditorías previstas en el apartado c) del artículo 26 y en el artículo 27, menor del establecido por las normas reguladoras de las auditorías de cuentas.

³²⁸ Este artículo 30 de la LMV de España es el antecedente directo del artículo 55 de nuestra LMV, a tal punto de parecerse en la redacción porque el fondo es el mismo. Este aspecto permite la discrecionalidad a CONASEV para que exceptúe el cumplimiento de algunos requisitos. Sin embargo, para dar una mayor transparencia a nuestro mercado de valores, las excepciones deben establecerse en forma clara e inequívoca y de esa manera no prestarse a ambigüedades.

7.4.4 SOCIEDADES DE VALORES

Las Sociedades de Valores, sean o no miembros de alguna Bolsa, podrán desarrollar las siguientes actividades:

- a) Recibir órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción o negociación de cualesquiera valores, nacionales o extranjeros, y ejecutarlas, si están autorizadas para ello, o transmitir las para su ejecución a otras entidades habilitadas a este fin.
- b) Gestionar, por cuenta del emisor, la suscripción y reembolso de participaciones en Fondos de Inversión, y negociar, por cuenta propia o ajena, su transmisión.
- c) Mediar, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de emisiones de valores.
- d) Asegurar la suscripción de emisiones de valores.
- e) Ser titulares en la Central de Anotaciones y actuar como Entidades Gestoras del Mercado de Deuda pública en Anotaciones en cuenta, de acuerdo con lo previsto en la presente Ley.
- f) Negociar con el público, por cuenta propia o por cuenta de terceros, valores, nacionales o extranjeros, no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.
- g) Llevar el registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, en los casos previstos en el párrafo segundo del artículo 7.
- h) Actuar como entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
- i) Otorgar créditos directamente relacionados con operaciones de compra o venta de valores.
- j) Gestionar carteras de valores de terceros, en cuyo caso no podrán negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de la gestión.
- k) Actuar, por cuenta de sus titulares, como depositarias de valores representados en forma de títulos, o como administradoras de valores representados en anotaciones en cuenta.
- l) Actuar como depositarias de Instituciones de Inversión Colectiva.
- m) Ostentar la condición de entidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones en moneda extranjera derivadas de las restantes actividades autorizadas en virtud de la presente Ley.

Las Agencias de Valores también podrán desarrollar las actuaciones antes reseñadas, a excepción de las citadas en las letras d) e i). En relación a las actividades señaladas en la letra e), no podrán ser titulares por cuenta propia de cuentas en la Central de Anotaciones y, en relación con las actividades citadas en las letras b) y f) no podrán realizar operaciones por cuenta propia.

7.4.5 DISPOSICIONES GENERALES

El artículo 84 dispone que quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la presente Ley, a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

1. Las siguientes entidades reguladas por esta Ley:

- a) Los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales de valores que se especifican en los apartados a) y c) del artículo 31;
- b) El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
- c) Las Sociedades y Agencias de Valores.
- d) Quienes, no estando incluidos en la letra c) anterior, ostenten la condición de miembro de algún mercado secundario oficial de valores.

2. Las personas físicas y jurídicas siguientes en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el mercado de valores:

- a) Los emisores de valores.
- b) Las entidades y personas citadas en el segundo párrafo del artículo 76, en cuanto se refiera a las actividades allí contempladas.
- c) Las restantes personas físicas y jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta Ley y sus disposiciones complementarias.

Lo dispuesto en este artículo se entenderá sin perjuicio de las competencias de supervisión, inspección y sanción que correspondan a las Comunidades Autónomas que las tengan atribuidas sobre las sociedades rectoras de las Bolsas ubicadas en su territorio y, en relación con las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en las mismas, sobre las demás personas o entidades relacionadas en los dos números anteriores. A los efectos del ejercicio de dichas competencias tendrán carácter básico los correspondientes preceptos de este título, salvo las referencias contenidas en ellos a órganos o entidades estatales. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá celebrar convenios con las Comunidades Autónomas con competencias en materia de Bolsas de Valores al objeto de coordinar sus respectivas actuaciones.

El artículo 92 establece que la Comisión Nacional del Mercado de Valores mantendrá, con el carácter de registros oficiales, a los que el público tendrá libre acceso:

- a) Un registro de las entidades que tengan encomendada la llevanza del registro contable correspondiente a cada una de las emisiones de valores representados mediante anotaciones en cuenta.
- b) Un registro de las comunicaciones de proyectos de emisión.
- c) Un registro que contendrá los informes de auditoría de cuentas exigidos en virtud de lo previsto en la presente Ley y los requerimientos oficiales de la Comisión sobre remisión de los mismos y ampliación o revisión de su contenido.

d) Un registro que contendrá los folletos informativos aprobados por la Comisión en virtud de lo previsto en la presente Ley.

e) Un registro de las escrituras públicas a que se refiere el artículo 6 y, en general, de los documentos a que se refiere la letra b) del artículo 26.

La incorporación a los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los informes de auditoría de cuentas y de los folletos informativos sólo implicará el reconocimiento de que aquéllos contienen toda la información requerida por las normas que fijen su contenido y en ningún caso determinará responsabilidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la falta de veracidad de la información en ellos contenida.

7.4.6 OBLIGACIÓN DE LAS ENTIDADES EMISORAS

Las entidades emisoras de valores, la Sociedad y Agencias de Valores y los demás intermediarios financieros quedan obligados a comunicar a la Administración Tributaria cualquier operación de emisión, suscripción y transmisión de valores en la que hubieran intervenido. Esta comunicación implicará la presentación de relaciones nominales de compradores y vendedores, clase y número de los valores transmitidos, precios de compra o venta, fecha de la transmisión y número de identificación fiscal del adquirente y transmitente en los plazos y en la forma que reglamentariamente se determine.

A los efectos previstos en el párrafo anterior, quien pretenda adquirir o transmitir valores deberá comunicar, al tiempo de dar la orden correspondiente, su número de identificación fiscal a la entidad emisora e intermediarios financieros respectivos, que no atenderán aquélla hasta el cumplimiento de dicha obligación.

Lo dispuesto en este artículo se entiende sin perjuicio de las salvedades previstas en esta materia por la Disposición Adicional Primera, apartado 1, de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros.

7.5. ASPECTOS LEGALES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE BONOS CORPORATIVOS EN ARGENTINA³²⁹

³²⁹ Paul Krugman en su obra "De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis del 2008" señala que en la década de los 80 la situación de Argentina pasó de mala a peor. Después de la debacle de la Guerra de las Malvinas en 1982, el gobierno militar de Argentina entregó el poder y lo asumió el gobierno civil de Raúl Alfonsín con la promesa de revitalizar la economía. Pero la crisis de la deuda golpeó a Argentina tanto como al resto de América Latina y el intento de Alfonsín de estabilizar los precios con la introducción de una nueva moneda, el austral, fracasó estruendosamente. En 1989 la nación estaba sufriendo una verdadera hiperinflación y los precios se incrementaban a una tasa anual de 3000%.

El ganador en las elecciones de 1989 fue Carlos Menem. Como ministro de finanzas nombró a Domingo Cavallo, un Ph.D. de Harvard, quien diseñó un plan aun más radical que el de México.

El sello distintivo de Cavallo fue la reforma monetaria. Con el fin de terminar la historia de la inflación del país, resucitó un sistema monetario que ya se había olvidado casi por completo en el mundo moderno: una junta de divisas.

El desventurado austral fue reemplazado por un renacido peso y este nuevo peso se fijó a una tasa de cambio permanente de un peso por un dólar. Cada peso en circulación estaba respaldado por un dólar de reservas. Después de muchas décadas de abuso de su dinero, Argentina había renunciado, por ley, a la habilidad de imprimir dinero a menos que alguien quisiera comprar un dólar por un peso.

Los resultados fueron impresionantes. La inflación cayó rápidamente casi a cero. Al igual que México, Argentina negoció un plan Brady y fue premiada con el reinicio de la entrada de capitales, aunque no en la misma escala.

El Mercado de Valores³³⁰ está formado por aquellos mercados en los que se emiten valores de renta fija y renta variable, tanto a medio como a largo plazo: mercado primario y mercados secundarios oficiales, distinguiéndose dentro de estos últimos la Bolsa de Valores, los mercados de Deuda Pública representada por anotaciones en cuenta y otros mercados de ámbito estatal en los que también se emiten valores representados mediante anotaciones en cuenta.

El Mercado de Valores se subdivide en:

Mercado de Valores Primario: Es aquel en el que se colocan por primera vez los títulos que se emiten, ofreciendo al público nuevos activos financieros, se le llama también "mercado de nuevas emisiones". Es cuando una empresa necesita capital y emite valores, ya sea en forma de acciones, bonos u obligaciones de cualquier tipo, ofreciéndoselas a los interesados en las Bolsas de Valores.

Mercado de Valores Secundario: Es el que los propietarios de nuevos activos, los intercambian con nuevos compradores. Este Mercado está formado por las negociaciones que se realizan con títulos que se han emitido y colocado previamente, siendo como una prolongación del Mercado de Valores Primario. Estas negociaciones se realizan, habitualmente, en las Bolsas de Valores.

También pueden formarse mercados secundarios para la venta de bienes diferentes a los valores y títulos financieros.

7.5.1 COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV)

La Comisión Nacional de Valores (CNV), tiene las siguientes facultades: 1) Es la autoridad encargada de autorizar la oferta pública de títulos valores; 2) lleva el registro de las sociedades autorizadas para emitir los títulos valores en oferta pública; 3) dicta las normas que establecen los requisitos que deben cumplir las sociedades para ser autorizadas a efectuar oferta pública de sus acciones, obligaciones negociables u otros títulos valores, prescribiendo las informaciones que deben suministrarle; 4) efectúa la fiscalización estatal permanente sobre las emisoras, prestando conformidad a sus reformas de estatutos, aumentos de capital, fusiones, escisiones y disoluciones; 5) asesora al Poder Ejecutivo Nacional sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las Bolsas de comercio y Mercado de valores, aprobando los reglamentos de funcionamiento de dichas instituciones y ejerciendo una función de supervisión sobre sus actividades autorreguladas; 6) lleva el registro de personas autorizadas a operar como Agentes del Mercado Abierto y fija los requisitos y condiciones para su actuación, como así también un índice general de los agentes de bolsa inscritos en los mercados de valores autorizados; 7) autoriza la creación y fiscaliza el funcionamiento de los Fondos Comunes de Inversión; 8) autoriza la creación y fiscaliza las Cajas de Valores; 9) autoriza la creación y fiscaliza la actuación de las Sociedades Calificadoras de títulos valores; y 10) autoriza el funcionamiento de las Entidades Autorreguladas, bursátiles y no bursátiles.

³³⁰ Elemento esencial para la financiación eficiente del Estado y para el incremento de las posibilidades de ahorro.

Además, la CNV fiscaliza el cumplimiento de las normas legales y reglamentarias referidas a la negociación de títulos valores y aplica las sanciones por su trasgresión a los emisores. Tiene para ello amplias facultades, pudiendo requerir el auxilio de la fuerza pública, iniciar acciones judiciales, denunciar la comisión de delitos y constituirse en parte querellante. Puede aplicar sanciones de apercibimiento, multa, suspensión de hasta dos años para hacer oferta pública y prohibición de oferta pública de títulos valores. Sin embargo, respecto de los agentes y sociedades de bolsas la CNV sólo tiene un poder de control indirecto, dado que el poder primario de fiscalización se encuentra en manos del propio Mercado de Valores de Buenos Aires, aspecto éste que es producto del fuerte concepto de “autorregulación” que tradicionalmente impuso la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

7.5.2 OFERTA PÚBLICA

Las sociedades que están en el ámbito de la oferta pública se encuentran bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV), creada por la Ley 17.811 que regula y organiza al mercado de valores desde el año 1969 en Argentina (“Ley del Mercado de Valores” o LMV”). La LMV, de 1968, regula la actividad de los operadores del mercado y crea a la autoridad de superintendencia denominada “Comisión Nacional de Valores” (CNV). Esa autoridad está facultada por la ley para dictar las normas reglamentarias del mercado de capitales, reglas que se adoptan y difunden mediante Resoluciones Generales de la CNV. Esas reglas constituyen un “cuerpo normativo” que constituye la regulación dinámica del mercado. La Comisión Nacional de Valores es un organismo autárquico de la administración pública, que depende directamente del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos (Decreto 2060/91) y cuyo objeto principal es el de promover el desarrollo y ordenamiento del mercado de capitales.

7.5.3 SOCIEDADES CALIFICADORAS³³¹

Las sociedades calificadoras de riesgo (SCR) son sociedades anónimas formadas por especialistas que dan una opinión técnica independiente sobre la capacidad de repago en tiempo y forma (es decir, en las condiciones pactadas) de los distintos valores negociables (obligaciones negociables y/u otros títulos de deuda) colocados y negociados en los mercados. En el caso de la calificación de acciones, se mide la capacidad de obtener ganancias y la liquidez de las mismas. El objeto es dar una mayor información a los interesados. El objeto de las sociedades Calificadoras es exclusivo, por lo que no deben ser identificadas con estudios contables o jurídicos, ni con administradoras de carteras, ni consultoras.

Cabe destacar, tal como se advierte en el considerando del Decreto N° 656/92, que “la calificación no debe interpretarse como una recomendación para adquirir, negociar o vender un instrumento financiero determinado, sino como una información adicional a tener en cuenta por los inversores e intermediarios en la toma de decisiones”.

Antecedentes de la calificación en Argentina

³³¹ <http://www.bolsa.com.ar/>

Si bien al comienzo de este régimen (con el dictado del Dto. N° 656/92) las SCR sólo opinaban sobre la capacidad de repago de un emisor de obligaciones negociables (ON) y/u otros valores negociables de deuda, se encontraba prevista la posibilidad de que calificaran otros valores negociables, aunque existía solo la obligatoriedad para los títulos de deuda que desearan obtener la autorización de oferta pública.

Una vez en funcionamiento el régimen de la calificación se entendió que era conveniente que los inversores contaran con una opinión técnica especializada también en los casos de otros instrumentos y distintas entidades, tal criterio fue consecuente con la sanción de la Ley del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones N° 24.241, que exigía que las inversiones realizadas por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones en títulos valores privados expresamente enunciados en la ley - ya sea para cartera propia o de los adherentes al régimen- debían haber sido objeto de calificación previa por sociedades inscriptas en el Registro de sociedades Calificadoras de Riesgo previstas en el Decreto 656/92, exigencia que se mantiene hasta el presente.

Esto originó que también se calificaran otros activos previstos específicamente en esa ley (acciones, cuotapartes de fondos comunes de inversión, valores negociables de deuda de corto plazo, entre otros). En la actualidad y ya fuera del marco de la Ley N° 24.241 también se califican Compañías de seguros, de salud, préstamos, etc. en virtud de otras disposiciones normativas.

Finalmente el Decreto N° 749/00 derogó la obligatoriedad de la calificación pero amplió su objeto, permitiendo expresamente que en la actualidad también se pudieran calificar otros riesgos incluso fuera del mercado de capitales, aunque siempre bajo la supervisión de esta CNV. Sin perjuicio de ello la Comisión podrá establecer la obligatoriedad de la calificación cuando las especiales condiciones de la emisión así lo requieran.

Categorías

Las categorías de calificación se encuentran fijadas en el Decreto N° 656/92 con las letras A, B, C, D, y E. Las 4 primeras categorías se utilizan para los valores negociables de deuda que hayan cumplido con los requisitos de información. Para cuando las emisoras que no hayan cumplido debidamente los requisitos de información impuestos por las normas vigentes y necesarios para la calificación de sus valores negociables, se reserva la categoría E. A su vez, esta CNV autorizo haciendo uso de sus facultades distintas subcategorías de calificación tales como AAA; AA; BBB; BB; CCC; CC o distintos modificadores como + ó -.

La calificación A se utiliza para los valores negociables de mejor calidad y más bajo riesgo y en orden decreciente, la calificación D corresponderá a los valores negociables de menor calidad y mayor riesgo.

Para las acciones, que son valores negociables representativos de capital, si bien en el Decreto se preveía la posibilidad de su calificación, así como de cualquier otro valor negociable, sujetos o no al régimen de la oferta pública la misma no era obligatoria. Para las acciones la Comisión admitió la utilización de números que van del 1 al 5 en forma decreciente, representando el número 1 la de mejor capacidad de generación de ganancias y alta liquidez, mientras que la calificación 5 señala que no se cuenta con información suficiente como para poder calificar la acción.

Las calificaciones pueden ser consultadas por el público en general en el sitio web de la CNV.

La calificación también puede consultarse en el boletín de la bolsa de comercio en donde cotice el valor negociable.

7.5.4 BONOS CORPORATIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO EN ARGENTINA

Un bono es, para quien lo compra, un derecho a cobrar una corriente de intereses y capital a lo largo de un período de tiempo.

Pueden ser emitidos a tasa de interés fija (pactada en las condiciones de emisión), o variable (mediante la especificación en las condiciones de emisión de una tasa de referencia).

Pueden ser emitidos a descuento, es decir, a un valor inferior al denominado en la "lámina" que lo representa. Este tipo de bonos no paga intereses, sino que su rentabilidad esta dada por el valor a descuento al que se compra. Pueden tener amortización periódica o una única amortización al vencimiento. La amortización representa la devolución del capital invertido.

7.5.4.1 PARTICIPANTES EN UNA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS

- Emisoras**
- Intermediarios**
- Calificadoras de Riesgo**
- Caja de Valores S.A. (CVSA)**

Se trata de una entidad que bajo la figura del depósito colectivo se ocupa de la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, en el marco de seguridad y privacidad exigido por la Ley N° 20.643 y sus normas concordantes y complementarias.³³²

- Comisión Nacional de Valores**

Es el organismo oficial que se encarga de la promoción, supervisión y control de los mercados de valores de todo el país. La CNV es un organismo autárquico actuante en la órbita de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y Producción.

7.5.4.2 PROCEDIMIENTO PARA LA COLOCACION DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

³³² <http://www.cajval.sba.com.ar/>

La emisora debe presentar a la CNV (a través de la BCBA) una solicitud de ingreso al régimen de la oferta pública firmada por su representante legal o apoderado indicando el objeto del pedido.

Siempre que exista el propósito de efectuar una oferta pública primaria, se deberá reunir los siguientes documentos:

1. Habilitar al solicitante para ofertar al público inversor Obligaciones Negociables de acuerdo con un prospecto informativo.
2. La solicitud de oferta pública de Obligaciones Negociables y otros valores representativos de deuda deberá estar acompañada de:
 - a) Copia del acta de la asamblea (u órgano competente) y, en su caso, copia del acta de la reunión del órgano de administración que resolvió la emisión (si es trámite ordinario).
 - b) Prospecto confeccionado de acuerdo al Capítulo VIII "Prospecto" de las Normas.³³³
 - c) Un copia del título a emitir, en su caso.
 - d) El documento que acredite la constitución de las garantías especiales de la emisión o los avales otorgados.
 - e) Plan de afectación de los fondos provenientes de la colocación de la emisión.
 - f) Convenio de colocación en firme, en su caso.
 - g) Convenio con el fiduciario.³³⁴
 - h) Acreditación, en su caso, de la (s) calificación(es) de riesgo.
 - i) Informe de contador público independiente en relación con lo dispuesto por el.³³⁵

Si el ingreso al régimen de la oferta pública es simultáneo con una emisión de Bonos, las emisoras deberán acompañar:

- Informe de contador público independiente, con opinión en lo que es materia de su competencia, sobre si la información brindada corresponde, en lo aplicable, a las constancias existentes en los libros rubricados, registros contables y demás documentación respaldatoria de la emisora.
- Informe de abogado con opinión, en lo que es materia de su competencia, acerca de si:
 - a) La información presentada, cumple con lo dispuesto por las Normas.
 - b) Los valores representativos de deuda otorgan a sus tenedores la vía ejecutiva de acuerdo con las Leyes aplicables.
- Acreditación, en su caso, de la(s) calificación(es) de riesgo.
- La solicitud y la documentación acompañada deberán ser presentadas en doble juego de ejemplares. Copia de la solicitud, con constancia de su recepción expedida por la Bolsa y número de expediente iniciado ante ella, deberá ser presentada por la emisora ante la CNV.

Una vez reunida toda esta documentación se procederá a presentarla ante CNV

³³³ <http://www.cnv.gov.ar/LeyesYReg/CNV/NORMASCNV2001.htm>

³³⁴ <http://www.cnv.gov.ar/LeyesYReg/Leyes/23576.htm> - art. 13 de la Ley N° 23.576.

³³⁵ <http://www.cnv.gov.ar/LeyesYReg/Leyes/23576.htm> - art. 37 de la Ley N° 23.576.

- Ingresar la solicitud en formato papel con la documentación indicada adjunta, en la sede de la Bolsa de Comercio.
- Copia de la presentación, en forma simultánea, ante la CNV.
- Retirar la autorización: cuando la tramitación finaliza, el Organismo se encarga de notificar mediante carta dirigida al domicilio constituido por el interesado.

Elementos a presentar junto con la solicitud de oferta pública para una emisión de obligaciones negociables de serie única

- Acta de la asamblea y, en su caso, acta de la reunión del órgano de administración que resolvió la emisión.
- En el caso de obligaciones convertibles, nota del representante legal donde se especifique el cupón de las acciones a utilizar para ejercer el derecho de suscripción preferente, si las mismas son cartulares.
- Tres ejemplares del prospecto.
- Facsímiles y numeración de los títulos y ON o, en su caso (a) modelo del certificado global, o (b) descripción del sistema de ON escriturales, con constancia de la aprobación de la autoridad de control, si se lleva en forma computarizada.
- El documento que acredite la constitución de las garantías de la emisión, en su caso.
- Plan de afectación de los fondos provenientes del empréstito.
- Convenio de colocación en firme, en su caso.
- Convenio con el fiduciario o agente de los obligacionistas
- En su caso, informe de calificación de riesgo.

Para un programa de emisión de obligaciones negociables se debe presentar junto con la solicitud de oferta pública lo siguiente:

- Informe de contador público, con opinión en lo que es su competencia acerca de si la información brindada corresponde en lo aplicable a las constancias existentes en los libros rubricados y demás registros contables de la emisora.
- Informe de abogado con opinión acerca de si la información presentada cumple las exigencias de la Ley 23.576 y sus modificatorias, y con lo dispuesto por las Normas.

Para la solicitud de cotización de Obligaciones Negociables, la emisora debe agregar la siguiente documentación e información:

- Constancia de la autorización de oferta pública por la CNV o presentación simultánea de la solicitud correspondiente.
- Acta de la asamblea extraordinaria que resolvió la cotización en BCBA, donde consten las razones que han determinado tal solicitud.
- La documentación e información exigidas para el ingreso al régimen general de la oferta pública de valores.
- Declaraciones juradas de los miembros de los órganos de administración y fiscalización y del contador dictaminante -en formulario que provee la BCBA- con indicación de: domicilio particular, domicilio especial, número de documento de identidad y cargos que ocuparan en otras sociedades. Se suministrará asimismo nómina de los directores que cumplen funciones conforme al art. 270 de la Ley 19.550.

- Copia del acta de la asamblea que haya decidido la emisión, así como de la reunión del órgano de administración que complete las condiciones del empréstito por delegación de aquélla.

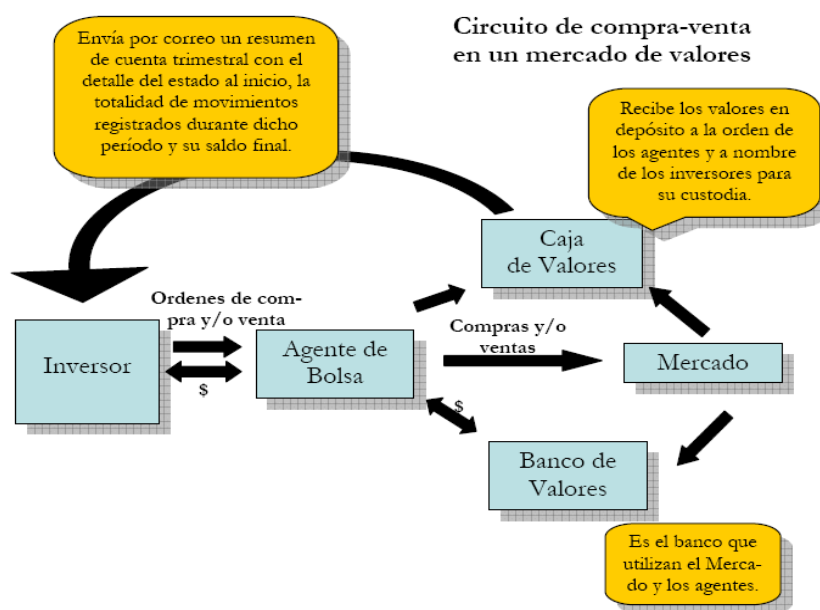
Estos trámites lo podrá efectuar el Representante legal, apoderado o autorizado del emisor u organizador del Programa Global.

Recomendaciones:

a) Tener presente que todas las inversiones implican un riesgo potencial, graduable según la particular inversión de que se trate.

b) Verificar que los intermediarios actuantes se encuentren habilitados.

c) En el caso de emisiones de nuevos valores negociables exigir la entrega del respectivo prospecto, para examinarlo con anterioridad a la conclusión de la operación, atendiendo diferenciadamente la información que suministre sobre los factores de riesgo.



7.6. ASPECTOS LEGALES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE BONOS CORPORATIVOS EN ECUADOR

7.6.1 MERCADO DE VALORES

Los Mercados de Valores al ser parte integrante del mercado financiero se constituyen en un medio eficaz a través del cual se canalizan los recursos económicos hacia actividades productivas, esta canalización de recursos se hace posible en condiciones de transparencia e información suficiente. La canalización de dichos recursos, se da por la existencia de la necesidad por parte de empresas de obtener recursos en condiciones adecuadas y por otro el interés de realizar inversiones rentables por parte de los inversionistas, los unos buscan financiamiento a largo plazo y con el costo más bajo posible, mientras que los otros buscan inversiones que generen rentabilidad preferiblemente a corto plazo.

Estructura del Mercado de Valores

La clasificación del mercado de valores: bursátil, extrabursátil y privado

- Mercado bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley.
- Mercado extrabursátil es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- Se entenderá como negociaciones de mercado privado aquellas que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales.

Sobre valores no inscritos en el Registro de Mercado de Valores o que estando inscritos sean producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho.

Las operaciones con valores que efectúen los intermediarios de valores autorizados, e inversionistas institucionales en los mercados bursátil y extrabursátil, serán puestas en conocimiento de la Superintendencia de Compañías para fines de procesamiento y difusión, en la forma y periodicidad que determine el Consejo Nacional de Valores, (C.N.V.).³³⁶

7.6.2 INSTRUMENTOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE VALORES

En el Mercado de valores se realizan transacciones (compra y venta) de instrumentos, con los cuales las empresas emisoras pueden financiar sus actividades a un menor costo financiero que el sistema bancario.

Estos instrumentos son: Acciones, Obligaciones, Papel Comercial, Bonos del Estado, Notas de Crédito, pagarés bancarios, certificados de inversión, cuotas de fondos de inversión colectivos, valores de titularización, pólizas de acumulación, etc.

7.6.3 OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS

El mercado en el que los demandantes requieren nueva financiación ya sea a través de la emisión de valores de capital - deuda o a través de valores de capital - riesgo.

En el primer caso se acude a capital ajeno con la obligación por parte del prestatario de reintegrarlo en un plazo determinado y retribuirlo mientras tanto con el pago de un interés fijo. En el segundo caso lo que hay es un capital propio sin que quepa hablar de amortización, siendo la retribución variable y dependiente del resultado del emisor.

El mercado primario, es una alternativa que las empresas pueden utilizar para lograr la autofinanciación mediante la emisión de acciones, pero también ofrece la posibilidad de obtener crédito a través de la emisión de obligaciones y otros títulos,

³³⁶ Art 3 de la Ley de Mercados de Valores.

entonces se comercializan título valores de primera emisión que son ofertados por las empresas con la finalidad de obtener recursos frescos, ya sea para la constitución de nuevas empresas o para inyectar capital fresco a las empresas en marcha.³³⁷

Toda oferta pública de valores debe necesariamente estar autorizada por la Superintendencia de Compañías a través de las Intendencias de Mercado de Valores tanto de Quito como de Guayaquil de ser el caso.

Tanto en el mercado primario³³⁸ como en el secundario, las casas de valores serán los únicos intermediarios autorizados para ofrecer al público directamente tales valores.³³⁹

7.6.4 BONOS CORPORATIVOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO EN ECUADOR

Las obligaciones son títulos de crédito que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad anónima. Serán considerados bienes muebles, aun cuando estén garantizadas con derechos reales sobre inmuebles.

Los bonos son certificados que se emiten para obtener recursos, estos indican que la empresa pide prestada cierta cantidad de dinero y se compromete a pagarla en una fecha futura con una suma establecida de intereses previamente, y en un periodo determinado.

Cuando un inversionista compra un bono, le esta prestando su dinero ya sea a un gobierno, a un ente territorial, a una agencia del estado, a una corporación o compañía, o simplemente al prestamista.

Es un instrumento a través del cuál el “emisor” se compromete a devolver en una fecha determinada el monto recibido en préstamo del “inversor” y a retribuir dicho préstamo con una cantidad periódica en concepto de “intereses”.

Tipos de bonos

Los bonos se pueden clasificar según estén o no garantizados por la pignoración de los activos específicos, esto quiere decir que algunas emisiones están garantizadas y otras no.

- **Bonos Sin Garantía**

Los bonos sin garantía se emiten sin la pignoración de ningún tipo específico de bien, entonces estos representan un derecho sobre las utilidades, pero no de sus activos, existen dos tipos principales de bonos sin garantía:

³³⁷ Art 29 Ley de Mercado de Valores.

³³⁸ Los inversionistas institucionales podrán actuar directamente en el mercado primario de renta fija, en operaciones que no impliquen intermediación de valores.

³³⁹ Art 29 de la Ley de Mercado de Valores.

Bonos Sin Respaldo: Que son aquellos que no tienen respaldo específico, solamente son avalados por el buen nombre que la empresa tiene frente a terceros, casi siempre son convertibles en acciones. Estos son los más rentables ya que su riesgo es muy alto.

Títulos de crédito: Los títulos de crédito (Debentures) tienen derechos sobre cualquier parte de los activos de la empresa una vez que se hayan satisfecho las reclamaciones de todos los acreedores garantizados.

Títulos de crédito subordinado: Son títulos de crédito que se subordinan específicamente a otros tipos de deuda. Tienen como ventaja que sus reclamaciones deben satisfacerse antes que la de los accionistas preferentes y comunes.

- **Bonos garantizados**

Existen varios tipos de bonos garantizados para conseguir fondos a largo plazo, entre los más comunes se encuentran:

Bonos hipotecarios: Es aquél que garantiza con un gravamen sobre inmuebles o edificios. Normalmente el valor del mercado del bono es mayor que el monto de la emisión del bono hipotecario.

Que son aquellos que están respaldados por una hipoteca sobre un activo específico. Por ser mínimo el riesgo que tienen estos bonos son los que menos rentabilidad proporcionan.

Bonos de garantía colateral: Son los bonos que se emiten con garantía de otras compañías, en estos casos con las matrices de las empresas emisoras. Generalmente el valor de la garantía es mayor que el valor de los bonos.

Bonos De Ingreso: También llamado "participante", aunque no está directamente garantizado, requiere el pago de interés solamente cuando haya utilidades disponibles para hacer el pago, tienen la ventaja que el interés pagado es bastante alto.

Bonos estatales: Que son aquellos emitidos por el estado, casi siempre su rentabilidad es demasiada baja, pero son impuestos por el gobierno central como inversiones forzosas para las empresas.

Tipos de bonos en función de su emisor

Existen diversos tipos de bonos. Estos se pueden diferenciar:

En función de quién es su emisor:

Los bonos emitidos por el gobierno nacional, a los cuales se denomina deuda soberana.

Los bonos emitidos por las provincias o bonos provinciales, por municipios, y por otros entes públicos.

Y por último existen los bonos emitidos por entidades financieras y los bonos corporativos (emitidos por las empresas), a los cuales se denomina deuda privada.

En función a su estructura:

Bonos a tasa fija: la tasa de interés está prefijada y es igual para toda la vida del bono.

Bonos con tasa variable (floating rate): la tasa de interés que paga en cada cupón es distinta ya que está indexada con relación a una tasa de interés de referencia como puede ser la Libor. También pueden ser bonos indexados con relación a un activo financiero determinado (por ejemplo un bono estadounidense).

Bonos cupón cero: No existen pagos periódicos, por lo que el capital se paga al vencimiento y no pagan intereses. Se venden con una tasa de descuento.

7.6.5 PARTICIPANTES EN UNA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS

Las operaciones vinculadas (compra y venta) a los títulos valores se realiza a través del mercado de valores. En él participan emisores de valores (compañías, instituciones financieras o instituciones del Estado, etc.); inversionistas y casas de valores encargadas de las negociaciones en la bolsa³⁴⁰.

Emisores

Son compañías públicas, privadas o instituciones del sector público que financian sus actividades mediante la emisión y colocación de valores, a través del mercado de valores.

Inversionistas

Son aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos económicos y los destinan a la compra de valores, con el objeto de lograr una rentabilidad adecuada en función del riesgo adquirido. Para participar en el mercado de valores no se requiere de montos mínimos de inversión.

Consejo Nacional de Valores

Es el órgano adscrito a la Superintendencia de Compañías que establece la política general del mercado de valores y regula su funcionamiento.

Superintendencia de Compañías

Es la institución que ejecuta la política general del mercado de valores y controla a los participantes del mercado.

Bolsas de Valores

Tiene la facultad de autorregulación pueden dictar sus reglamentos y demás normas internas de aplicación general para todos sus participes, así como, ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

Las Casas de Valores

Las casas de valores serán los únicos intermediarios para ofrecer valores al público, tanto en el mercado primario como en el secundario.³⁴¹

³⁴⁰ Las bolsas de valores son el mercado público y centralizado donde se ofrecen y demandan valores.

³⁴¹ Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores.

Calificadora de riesgos

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores.

7.6.6 PROCEDIMIENTO PARA LA COLOCACIÓN DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

Los emisores ayudados por una casa de valores³⁴² estructuran sus títulos (acciones, obligaciones, papel comercial, bonos del Estado, pólizas de acumulación, certificados de depósito, etc.) de acuerdo con sus necesidades de financiamiento y sus posibilidades de pago, a tasas de interés que generalmente son mayores que una tasa pasiva y menores que una activa y a plazos más largos que los que ofrece el sistema financiero tradicional.

La junta general de accionistas o de socios, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones. Podrá delegar a un órgano de administración la determinación de aquellas condiciones de la emisión que no hayan sido establecidas por ella, dentro del límite autorizado.

La emisión de obligaciones deberá efectuarse mediante escritura pública. El contrato de emisión de obligaciones deberá contener tanto las características de la emisión como los derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de la representante de estos últimos.

La Superintendencia de Compañías y la Superintendencia de Bancos y Seguros aprobarán la emisión de obligaciones de las entidades sujetas a su respectivo control. Será atribución exclusiva de la Superintendencia de Compañías la aprobación del contenido del prospecto de oferta pública de la emisión de obligaciones, incluso cuando dicha emisión hubiere sido aprobada por la Superintendencia de Bancos y Seguros.³⁴³

Para poder efectuar una oferta pública de valores, previamente se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el C.N.V. para este último caso;
2. Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste; y,

³⁴² Los inversionistas a su vez, asesorados también por una casa de valores, y luego de un análisis minucioso del emisor y su valor con la información suficiente, dan la orden a la casa de valores de adquirir el título que más se adecue a sus expectativas de inversión y asumen completamente el riesgo por la decisión tomada.

³⁴³ Art 164 de la Ley de Mercado de Valores.

3. Haber puesto en circulación un prospecto³⁴⁴ o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el C.N.V.

Es así que los siguientes documentos para inscribir una oferta pública³⁴⁵ son muy importantes para la colocación de de Ofertas Publicas:

1. Una copia certificada del contrato de *underwriting*, en caso de existir³⁴⁶;
2. El informe completo de la calificación de riesgo;
3. El flujo de fondos proyectado durante el plazo de la emisión de los valores;
4. Los balances no auditados del emisor, del último mes anterior a la fecha en la que presente la solicitud, si ésta es presentada del 15 y al último día del mes; y, el penúltimo balance no auditado, si la solicitud es presentada del 1 al 14 del mes; y,
5. Los estados financieros del emisor proyectados durante la vigencia de la emisión.

7.7. ASPECTOS LEGALES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE BONOS CORPORATIVOS EN COSTA RICA

7.7.1 COLOCACIÓN DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS

El proceso de emisión y colocación de bonos a través de la bolsa, representa una alternativa de financiamiento que involucra costos de diversa naturaleza, los cuales pueden presentar variaciones significativas dependiendo de la situación particular de la compañía que emite los valores.

En ese sentido, existen una serie de elementos que resultan comunes a la mayoría de los procesos de emisión y que pueden ser utilizados como un parámetro de referencia para establecer una idea aproximada del costo total que puede implicar el financiamiento a través de bolsa. Como parte de los elementos que

³⁴⁴ Es el documento que contiene las características concretas de los valores a ser emitidos y, en general, los datos e información relevantes respecto del emisor, de acuerdo con las normas de carácter general que al respecto expida el C.N.V.. Este prospecto deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

³⁴⁵ Art 16 del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito.

³⁴⁶ A diferencia de nuestro país, el *underwriting* es considerado una operación y no un contrato. Además de ello, claramente la legislación ecuatoriana no exige la intervención de un agente de intermediación al momento de realizar una oferta pública.

pueden utilizarse para construir estos parámetros de referencia, se encuentran los siguientes:

1. Tasa de referencia bruta. Representa la base de comparación utilizada por los inversionistas con el fin de valorar el atractivo de las diferentes alternativas de inversión disponibles en el mercado. Generalmente esta tasa corresponde al rendimiento de los bonos de mayor liquidez y menor riesgo disponibles en el mercado y, por tanto, constituye el piso a partir del cual se establece el rendimiento de los demás títulos que se cotizan en el mercado. La tasa de referencia utilizada corresponde, en el caso de emisiones a la tasa básica pasiva calculada por el Banco Central de Costa Rica y para el caso de las emisiones denominadas en dólares, la tasa de referencia corresponde a la curva soberana en dólares para deuda de Costa Rica, la que se toma del vector de precios que calcula la Bolsa Nacional de Valores.
2. Prima o “spread” de colocación: corresponde al premio establecido en términos del rendimiento adicional sobre la tasa de referencia, que se debe ofrecer al inversionista con el fin de compensarlo por invertir en alternativas con mayor riesgo. En este sentido, el “spread” de colocación se encuentra determinado principalmente por la calificación de riesgo de la emisión y por tanto, entre mejor sea la calificación de riesgo obtenida por una emisión, menor será el “spread” que será necesario ofrecer al inversionista.
3. Estructuración: contempla la retribución (comisión) al asesor financiero por el trabajo correspondiente a la estructuración del instrumento financiero más apropiado para las necesidades de la empresa, la preparación del prospecto de colocación de la emisión, la asesoría en los trámites requeridos ante la SUGEVAL (Superintendencia General de Valores) para realizar oferta pública de los títulos, el diseño de la estrategia de colocación y demás aspectos requeridos para garantizar el éxito de la emisión. La comisión de estructuración generalmente se ubica entre el 0.4% y el 2,0% del monto de la emisión, pero puede registrar variaciones importantes dependiendo del monto y la complejidad de la emisión entre otros factores.
4. Colocación: corresponde a la compensación (comisión) que se reconoce a los puestos de bolsa u otros agentes colocadores por su esfuerzo de distribución de la emisión entre el público inversionista. El monto de esta comisión varía dependiendo de las características de la emisión, pero generalmente se ubica en un rango de 0.25% al 1.50% sobre el monto efectivamente colocado.
5. Calificación de riesgo (análisis inicial): se refiere a la tarifa cobrada por las agencias calificadoras por el proceso de calificación de riesgo de los títulos por emitir. Cada agencia calificadora fija la forma de cobro de sus honorarios, sin embargo, para efectos del presente valorizador, se toma como referencia, el pago de una suma inicial al momento de efectuarse el primer análisis de calificación de una emisión, correspondiente a una empresa que ingresa por primera vez al mercado.
6. Promoción (lanzamiento de la emisión): agrupa los gastos relacionados con la estrategia de mercadeo seleccionada para la colocación de la emisión, que podría ir desde la publicación únicamente del aviso de autorización de oferta pública exigido por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL),

hasta la organización de varias actividades formales de presentación, lo cual se conoce comúnmente como un “road show”, entre otros.

7. Calificación de riesgo (mantenimiento): se refiere a la tarifa cobrada por las agencias calificadoras de riesgo con motivo de la revisión periódica (semestral) que deben realizar durante la vigencia de la emisión a la calificación otorgada originalmente. El propósito de este seguimiento es verificar cualquier variación en las condiciones financieras de la empresa emisora que puedan afectar la calificación de riesgo otorgada en la revisión anterior.
8. Otros costos de cumplimiento de la Bolsa, SUGEVAL y Cámara de Emisores: corresponde a las sumas anuales que se deben pagar a las entidades mencionadas, con el fin de mantener el estatus de emisor activo y cubrir los costos relacionados con la supervisión y administración de la información correspondiente a cada una de las emisiones registradas. En el caso de la Cámara de Emisores la afiliación es voluntaria y optativa para las empresas que registran emisiones en el mercado. La misión de esta asociación, es representar de manera confiable y transparente los intereses de las empresas y figuras afiliadas que realizan oferta pública de valores en Costa Rica.
9. Otros costos recurrentes: Corresponde a los gastos en que debe incurrir la empresa por concepto de actualización anual de prospectos y personal encargado de atender el cumplimiento de requisitos de información periódica y hechos relevantes establecidos por la SUGEVAL. Si bien el modelo incorpora un monto básico, dependerá de la estructura organizacional con que cuente la empresa la forma que se organizará para el cumplimiento de estas obligaciones, y de esta misma forma variarán los costos.
10. Mejoras crediticias: corresponde a aquellos gastos relacionados con la incorporación de garantías adicionales que el emisor podría considerar conveniente incorporar en una emisión con el fin de mejorar su calificación de riesgo y reducir el “spread” de colocación. De esta forma, se busca que el costo de los apoyos crediticios se vea más que compensado por la reducción en la tasa de colocación de la emisión. Como parte de los mecanismos que pueden utilizarse para este propósito se encuentran la incorporación de avales de terceros, fideicomisos de garantía, garantías parciales de crédito, reservas de liquidez para el servicio de deuda y otros. La tasa de referencia a utilizar sería de 0.75%
11. Contratos de Suscripción (Underwriting): este tipo de esquemas representa otra opción que el emisor puede considerar al momento de realizar una colocación de bonos a través de bolsa. El “underwriting” consiste en la compra en firme de la emisión por parte de un puesto de bolsa o varios, u otro agente colocador, el cual asume el riesgo de colocación de los títulos en el mercado a cambio de una determinada comisión. El monto de esta comisión varía dependiendo de las características de la emisión a suscribir, pero generalmente se ubica en un rango de 1,00% al 2,00% sobre el monto de la emisión adquirida.

PROPUESTA DE MODIFICACIÓN LEGAL Y TIPIFICACIÓN DE DELITOS

8.1. IMPORTANCIA DE LAS REGLAS DE JUEGO CLARAS

7.1.1 LA DEBILIDAD INSTITUCIONAL

Una de las causas fundamentales por las cuales, las instituciones son débiles o ineficaces en nuestro país es la falta de competencia política³⁴⁷. Se carece de un sistema político (conjunto de organismos políticos) que promueva el Estado de Derecho. La inestabilidad política genera incertidumbre, convirtiéndose en un obstáculo para la inversión. La incertidumbre impide que los agentes económicos planifiquen sus decisiones. Un país donde no hay supremacía de la ley o leyes que cambian constantemente y sobre todo, caracterizado por la inseguridad jurídica y con niveles de inflación elevados será considerado un lugar inseguro para invertir y, por lo tanto, no atraerá los capitales necesarios para financiar su desarrollo.

Si bien es cierto, la calidad de un gobernante siempre es importante, en los países desarrollados no altera tanto quién gobierne, debido a que existe un consenso político en términos relativos acerca de lo que el país necesita y un sistema que encauza el desarrollo del país. En ese sentido, las reglas de juego de carácter político de un país son los cimientos sobre los que se construye el desarrollo.

Una diferencia fundamental entre un país en vías de desarrollo y otro desarrollado, es que los derechos de propiedad en el caso del primero, se encuentran mal definidos o se caracterizan por ser poco efectivos. Por lo

³⁴⁷ La competencia política implica la actividad continuada y simultánea, pre y post electoral, de varios partidos o agrupaciones políticas. Existe sólo cuando en los procesos políticos y electorales participan dos o más partidos. Las instituciones hereditarias, dictatoriales, unipartidistas, autoritarias eliminan la competencia política. El crecimiento a largo plazo requiere del desarrollo del Estado de Derecho. Los principios del Estado de Derecho son: supremacía de la Ley, igualdad ante la Ley, seguridad jurídica, supremacía de las personas, justicia independiente, rápida y eficaz (administración de justicia ordenada). Es importante señalar que el Estado de Derecho, los derechos políticos (elecciones democráticas) y las libertades civiles (medios de comunicación libres e independientes, libertad de reunión y libertad de expresión) están correlacionados negativamente con la corrupción.

tanto, no solamente el marco institucional tendrá altos costos de transacción, sino que la inseguridad en los derechos de propiedad dará como resultado la utilización de tecnologías que emplean poco capital fijo y que no significan acuerdo a largo plazo.

Cuando existe corrupción gubernamental y del sector privado, la calidad del sistema jurídico se deteriora, los índices de incumplimiento de la ley se incrementan, la inseguridad pública tiende a aumentar y los índices de gobernabilidad empeoran. La debilidad institucional constituye un obstáculo para cualquier intento de crecimiento económico sostenido. Puede tornar menos seguros los derechos de propiedad. En contextos de alta volatilidad institucional, los derechos de propiedad son materia de permanente discusión y redefinición.

Si bien es cierto las instituciones determinan el desempeño económico de las economías, se debe tener muy en cuenta que el mejor diseño institucional es el que mejor funciona; por lo tanto, no hay ninguna solución universal que se pueda aplicar indiscriminadamente a cualquier caso; y, aun en el caso de una solución ideal, no hay forma de imponer una solución institucional sin considerar las fuerzas políticas y los recursos disponibles, pues la reforma institucional afecta la distribución de poder y, por ende, implica ganadores y perdedores.

La debilidad institucional o la inexistencia de reglas de juego claras y su implicancia en el crecimiento económico, puede conllevar a crisis económicas severas, ya que la inversión de las empresas se vería considerablemente afectada en la medida que los derechos de propiedad legal sean inciertos o inconstantes, las leyes no se respeten o exista inseguridad jurídica, etc.

La carencia o debilidad del sistema político hace difícil predecir la identidad de los gobiernos futuros, lo cual hará que los inversionistas trasladen sus recursos a medios institucionales más predecibles o más seguros.

Es necesario que el Estado cumpla su rol y haga prevalecer fundamentalmente, la supremacía de la Ley, la igualdad ante la Ley, certeza de la Ley, supremacía de las personas, justicia rápida y eficaz, y seguridad jurídica. La piratería existe porque el riesgo de delinquir es relativamente bajo comparado con el beneficio obtenido. Si la matriz institucional recompensa la piratería, entonces aparecerán organizaciones piratas. Por ello es imprescindible una actitud coercitiva responsable por parte del Estado. Son los Poderes del Estado los que determinan el funcionamiento económico, porque son ellos los que definen e imponen las reglas de juego económicas. Por esta razón, el objetivo fundamental de la política de desarrollo de un país debe consistir en la creación de un Estado que establezca e imponga derechos de propiedad eficientes.

En el caso de los países de latinoamérica, el marco conceptual de las instituciones nos permite comprender la situación de subdesarrollo, a partir del análisis de la calidad de las instituciones para incentivar la inversión productiva y la eficiencia económica en general.

Los países en vías de desarrollo son pobres porque las limitaciones institucionales definen un conjunto de liquidaciones de la actividad político-

económica que no alientan la actividad productiva. El subdesarrollo está relacionado con todo aquello que incrementa el riesgo o haga más costoso invertir en estos países, como: que el Poder Legislativo decida cambiar repentinamente la Constitución alterando la base misma de respeto a los contratos, que el Poder Ejecutivo decida expropiar una empresa o modificar un contrato de concesión por interés social, que el Poder Judicial sea incapaz de definir y hacer respetar los derechos de propiedad, que la ley no facilite la ejecución de garantías, etc.

8.1.2 REGLAS DE JUEGO CLARAS

Las reglas de juego claras son aquellas necesarias para darle estabilidad al sistema económico. Generalmente, el funcionamiento de las empresas se ve afectado por determinadas leyes que es necesario que se cumplan para que la actividad económica se pueda desarrollar eficientemente y en una competencia justa.

Desde el punto de vista del neoinstitucionalismo³⁴⁸, las instituciones o reglas de juego fundamentales son:

- a) *Garantizar los derechos de propiedad.* La garantía de los derechos de propiedad es indispensable para el desarrollo económico³⁴⁹. Sin ella, los agentes económicos no tendrían incentivo alguno para adquirir propiedades e invertir en ellas, pues correría el riesgo de perderlas.
- b) *Garantizar el cumplimiento de los contratos o acuerdos.* Es importante que el Estado vele por el cumplimiento de los contratos con la finalidad de que los agentes económicos se sientan seguros. Si el Estado no garantiza que

³⁴⁸ En palabras de Douglass North el Neoinstitucionalismo es: “Un programa de investigación interdisciplinario que trata explícitamente con las relaciones entre *instituciones, cambio institucional y desempeño económico*”. En ese sentido, el análisis Neoinstitucionalista es una línea de investigación que parte de la economía neoclásica, pero no la abandona. En el centro de su agenda de investigación está puesto el énfasis en los derechos de propiedad, la medición de los costos de transacción, el cumplimiento de la ley y los problemas de información incompleta. El programa de investigación ha enriquecido y fertilizado con el estudio del derecho, la ciencia política, la sociología, la antropología y la historia. Las características fundamentales de Neoinstitucionalismo son :

- Establece expresamente las restricciones o limitaciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción humana.
- Incorpora el papel del intercambio de los derechos de propiedad y los contratos que aseguran las transacciones. Estructuran incentivos en el intercambio humano, sea político, social o económico.
- Considera las consecuencias de los costos de transacción y plantea que el intercambio no es libre de costos.
- Reconoce la existencia de información incompleta y asimétrica.
- Reconoce la importancia del marco jurídico.
- Acentúa la importancia de las estructuras de poder y las organizaciones políticas.
- Acepta el papel de las acciones colectivas y la organización de los grupos sociales.

³⁴⁹ Los derechos de propiedad son títulos legales que rigen y amparan la propiedad, el uso y el destino de los recursos; tienen la característica esencial que pueden hacerse valer ante los tribunales. Son normas legales que describen lo que pueden hacer las personas o empresas con su propiedad.

La propiedad es el poder jurídico que permite usar, disfrutar, disponer y reivindicar un bien. Debe ejercerse en armonía con el interés social y dentro de los límites de la ley.

En el Derecho Romano, el derecho de propiedad comprende el “jus utendi”, derecho a usar del bien; “jus fruendi”, derecho de percibir sus frutos; el “jus abutendi”, derecho de usar el bien hasta que se extinga, y el “jus vindicandi”, que es el derecho de reivindicar la propiedad si ésta ha ido a parar a mano ajena.

los contratos se cumplan, la actividad económica se reducirá, ya que nadie se atreverá a correr el riesgo de ser estafado impunemente.

- c) *Reducir los costos de transacción*³⁵⁰. Es muy importante que el intercambio o las transacciones económicas sean más eficientes, para lo cual resulta necesario reducir tanto los costos de búsqueda como los costos de hacer valer los derechos de propiedad.
- d) *Atenuar los problemas de información*. Es necesario atenuar los problemas de información asimétrica, para lo cual se debe buscar una mayor transparencia de la información que existe en el mercado³⁵¹.

En nuestro país las grandes reglas de juego establecidas en la Constitución Política son:

- 1) *Iniciativa privada libre dentro de una economía social de mercado*³⁵². La iniciativa privada no puede ser obstaculizada dentro de la actividad económica, siempre que actúe dentro del marco que establece el

³⁵⁰ Costo de transacción es aquél que se realiza para definir, proteger y hacer valer los derechos de propiedad de los bienes y/o servicios intercambiados. En otras palabras, son los costos en los que incurren las partes en el proceso de llegar a un acuerdo y de velar por su cumplimiento. Para hacer efectivas las transacciones, los agentes económicos deben incurrir en:

1) Costos de búsqueda o medición de bienes y/o servicios intercambiados (Permiten definir las características de los bienes y/o servicios que se desea intercambiar. Ejemplo: costos que se incurren para determinar dónde se puede encontrar el mejor producto y/o el más barato),

2) Costos de hacer valer o cumplir los derechos de propiedad (exigibilidad de las reglas). Permiten asegurar que el intercambio o la transacción a realizar se cumpla de acuerdo con lo pactado. Ejemplo: una persona que compra un inmueble incurre en diversos costos de transacción; deberá pagar a una inmobiliaria para que ayude a ubicar el mejor lugar y a un abogado para que verifique que el vendedor realmente es el dueño de la propiedad puesta en venta; asimismo, para asegurarse de que el inmueble le sea transferido legalmente deberá acudir ante una Notaría y a los Registros Públicos. Estos costos se realizan con la finalidad de tener seguridad jurídica, es decir, lo que se comprará será de propiedad de quien lo compra y podrá demostrarse ante la Ley.

En economía, los costos de transacción disminuyen la eficiencia de las relaciones de intercambio o transacciones.

³⁵¹ En el mundo real actual, la información es incompleta y asimétrica (existen problemas de información). Existe información asimétrica o imperfecta cuando la información sobre la calidad y características de los bienes y servicios intercambiados no está distribuida de forma simétrica (igual) entre los consumidores y los productores, entonces, una de las partes de la relación económica sea comprador o vendedor tiene mejor o mayor información que la otra parte sobre una transacción. En los mercados de información asimétrica suele haber menos compradores y vendedores que cuando hay información perfecta.

Joseph Stiglitz en sus investigaciones durante el último cuarto de siglo, ha demostrado que una de las razones de la invisibilidad de esa mano invisible es tan sencilla como que la mano no aparece por ninguna parte. Hasta en los países muy desarrollados, los mercados funcionan de manera considerablemente distinta a lo previsto por las teorías de los mercados perfectos.

La información es incompleta porque un cierto tipo de la información es difícil o incluso imposible de obtener en el mercado y/o los costos de adquisición son muy elevados. Surge cuando los precios de mercado no transmiten toda la información que se requiere para llevar a cabo el intercambio. Los dos efectos principales que genera sobre la conducta de los agentes son: incremento de la incertidumbre y el riesgo, y la formación de mercados incompletos y segmentados. El Estado puede atenuar el problema de la información incompleta a través de la generación directa de información, la regulación económica y en general, con el establecimiento de reglas.

³⁵² La sociedad contemporánea identifica tres sistemas económicos y por lo tanto, jurídicos: 1) Sistema capitalista o liberal (economía de mercado); 2) Sistema colectivista o socialista (economías centralmente planificadas); 3) Sistemas mixtos o duales (economías formadas por sectores públicos y privados o descentralizados).

Derecho y sea ejercida en una economía social de mercado. La economía de mercado es la que se regula según las leyes de oferta y demanda. De acuerdo con nuestra Carta Magna, nuestra economía de mercado debe ser social, en el sentido de que ciertos excesos del mercado deben ser regulados para garantizar el bien común.

- 2) *Libertad de empresa, comercio e industria.* En una economía de mercado estas libertades son consistentes con la iniciativa privada libre. En toda sociedad el colectivo social impone reglas que limitan los excesos de las personas para salvaguardar los intereses de los demás y el bien común de todos. Por ello, al ejercitar las libertades de empresa, comercio e industria no se puede lesionar la moral, ni la salud, ni la seguridad pública.
- 3) *Igual tratamiento legal a la actividad empresarial, pública o no pública.* No hay privilegios para la actividad empresarial privada ni pública. Pueden coexistir varios tipos de empresa simultáneamente: privadas, públicas, nacionales, extranjeras, mixtas, autogestionarias, cooperativas, etc.
- 4) *Libre competencia.* La libre competencia es un principio sobre el cual se inspira una economía de mercado. Se basa en que la libre concurrencia de la oferta y la demanda, regulan el mercado, esto es, productores y consumidores concurren al mercado en igualdad de condiciones, de tal manera que los más eficientes tienen la posibilidad de hacer mejores negocios. Además, el Estado debe combatir toda práctica que limite la libre competencia, así como el abuso de posiciones dominantes o monopólicas, las cuales también limitan o pueden limitar la libre competencia.
- 5) *Libertad de contratar.* Garantiza que las partes pueden pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato. Los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase. Esto quiere decir que cualquiera puede contratar con fines lícitos, siempre que no se contravengan leyes de orden público³⁵³.
- 6) *Igualdad jurídica de la inversión.* Esto significa que la inversión nacional y extranjera se sujetan a las mismas condiciones. La producción de bienes y servicios y el comercio exterior son libres. El comercio exterior comprende las exportaciones e importaciones.
- 7) *Derecho de propiedad inviolable.* El principio del respeto a la propiedad se consagra de manera precisa en nuestra Constitución. La propiedad

³⁵³ Según el Derecho Romano, todos los contratos tienen una cláusula tácita denominada "*Rebus sic stantibus*" que significa que el contrato es obligatorio para las partes sólo mientras no signifique un cambio fundamental en las circunstancias existentes en el momento de la conclusión del mismo, esto quiere decir, que el contrato vale estando las cosas como están, y deja de valer cuando las cosas ya no están como estaban.

Los contratos ley son acuerdos del Estado con inversionistas privados, nacionales o extranjeros, a los que en el contrato se les otorgan determinadas seguridades, generalmente de política económica o de naturaleza tributaria. Nuestra Constitución establece que estos contratos ley tampoco pueden ser modificados legislativamente.

es el derecho real –porque se ejerce necesariamente sobre una cosa– más completo que existe ya que contempla todas las prerrogativas o facultades que tiene el propietario o dueño: usar, disfrutar, disponer y recuperar (reivindicar) un bien cuando otro las usurpa. Estas facultades son las que la ley civil designa con el nombre de dominio, sinónimo de propiedad. Sin embargo, la propiedad no es un derecho absoluto: debe ejercerse dentro de los límites de la ley y en armonía con el bien común. A nadie puede privarse de propiedad sino por causa de seguridad nacional o necesidad pública (causa declarada por ley) y previo pago en efectivo de indemnización justipreciada.

Requiere especial atención la regulación y cumplimiento de los derechos de propiedad en oposición de aquello que signifique su violación, como las expropiaciones, incumplimiento de contratos, etc. La protección de los derechos de propiedad es decisiva en la creación de incentivos para ahorrar, trabajar, innovar, así como para la inversión extranjera directa y a través de ella, el volumen del comercio así como de las transferencias de tecnología.

Douglass North sostiene que toda actividad organizada por los hombres entraña una estructura destinada a definir “la manera de jugar el juego”, se trate de una actividad deportiva o del funcionamiento de una economía. Esa estructura está compuesta de instituciones : reglas formales, reglas informales y las características para garantizar su cumplimiento (...). Las características que crean los seres humanos para ordenar su medio ambiente político y económico es el determinante básico del desempeño económico.

Es necesario que el Estado cumpla su rol y haga prevalecer fundamentalmente, la supremacía de la Ley, el respeto por la Ley y la seguridad jurídica. La piratería existe porque el riesgo de delinquir es relativamente bajo comparado con el beneficio obtenido. Si la matriz institucional recompensa la piratería, entonces aparecerán organizaciones piratas. Por ello es imprescindible una actitud coercitiva responsable por parte del Estado. Son los Poderes del Estado los que determinan el funcionamiento económico, porque son ellos los que definen e imponen las reglas de juego económicas. Por esta razón, el objetivo fundamental de la política de desarrollo de un país debe consistir en la creación de un Estado que establezca e imponga derechos de propiedad eficientes.

Es importante precisar que la **propiedad privada**, la **libertad de contratación** y la **libertad económica** fueron los **pilares del modelo económico liberal** que se consolidó en el siglo XIX y se expandió universalmente sobre la base de una economía autorregulada por las fuerzas del mercado en competencia libre y descansa precisamente en tales instituciones jurídicas³⁵⁴.

³⁵⁴ Son el resultado de una longeva tradición de pensamiento que se fundamentan en las garantías para el desenvolvimiento de una economía libre. El desarrollo de los principios de una economía de mercado se remontan a dos escuelas de pensamiento: la Escuela Austriaca de Economía en 1871 con la publicación de los "Principios de Economía Política" de Carl Menger y la Escuela de Chicago.

Entre los representantes de la Escuela Austriaca se encuentran: Menger, Bohm-Bawerk, Mises y Hayek

La década de los noventa, planteó cambios significativos en la relación economía-derecho. El estado de bienestar y la economía mixta son sometidos a una crítica estructural y todas las deficiencias de los sistemas productivos son atribuidos a la presencia interventora reguladora de los gobiernos.

A finales de los ochenta, en América Latina se realiza un ajuste estructural en las políticas basada en los **principios** siguientes³⁵⁵:

1. Liberalización de los precios.
2. Liberalización del comercio exterior.
3. Privatización de las empresas estatales.
4. Liberalización y desregulación para la inversión extranjera.
5. Reducción del gasto público productivo y asistencial.
6. Restricción de la oferta monetaria y crediticia.
7. Aumento de los ingresos públicos mediante reformas fiscales
8. Liberalización de los mercados financieros.

(tuvieron influencia hasta 1930); actualizaron y perfeccionaron lo que los pensadores del siglo XVIII ya habían dejado establecido. A partir de 1946 la Escuela de Chicago con Milton Friedman, George Stigler, Gary Becker y Arnold Harberger, sostenían que los libres mercados y la competencia contribuirán a que el funcionamiento de la economía sea más eficiente.

Para los defensores del libre mercado, es imposible llegar a una economía de mercado sin un sistema de normas que definan apropiadamente los derechos de las personas, sin un marco que ordene y limite el poder utilizado en las funciones de gobierno.

³⁵⁵ Este ajuste estructural se basó en las políticas del Consenso de Washington, las cuales fueron diseñadas para responder a problemas muy reales de América Latina, y tenían mucho sentido. En los años ochenta los Gobiernos de América Latina habían tenido a menudo grandes déficits. Las pérdidas en las ineficientes empresas públicas contribuyeron a dichos déficits. Aisladas de la competencia a medidas proteccionistas, las empresas privadas ineficientes forzaron a los consumidores a pagar precios elevados. La política monetaria laxa hizo que la inflación se descontrolara. Los países no pueden mantener déficits abultados y el crecimiento sostenido no es posible con hiperinflación. Se necesita algún grado de disciplina fiscal. La mayoría de los países mejorarían si los Gobiernos se concentraran más en proveer servicios públicos esenciales que en administrar empresas que funcionarían mejor en el sector privado, y por eso la privatización a menudo es correcta. Cuando la liberalización comercial (reducción de aranceles y la eliminación de otras trabas proteccionistas) se hace bien y al ritmo adecuado, de modo que se creen nuevos empleos a medida que se destruyen los empleos ineficientes, se pueden lograr significativas ganancias de eficiencia.

El desorden fiscal característico del populismo fue reemplazado por severos ajustes con la finalidad de convergir hacia equilibrios fiscales. La mayoría de bancos centrales reconoció como meta explícita el control de la inflación. Algunos países reformaron sus sistemas de administración tributaria y lograron incrementar la presión fiscal. Se eliminaron barreras al comercio exterior y se redujeron los niveles de aranceles. Se lanzaron intensos programas de privatización. Se crearon organismos reguladores para vigilar la libre competencia. Se liberalizaron los mercados financieros. Se promovió la inversión directa extranjera y se abrieron los mercados de capitales. Para algunos analistas, lo que le faltó al Consenso fue una mayor preocupación por las INSTITUCIONES POLÍTICAS que son las que, en última instancia, van a mantener y eventualmente impulsar las reformas orientadas a promover la inversión privada, la eficiencia económica y el desarrollo de los mercados.

En términos generales, la principal razón del fracaso de las reformas orientadas al mercado, es asumir que las reformas económicas pueden crear mercados eficientes sin una reforma paralela de las instituciones políticas. Sin un sistema que limite el poder de los gobiernos y que garantice los derechos de propiedad y la libertad individual, los mercados eficientes no pueden existir.

De acuerdo con la visión de la Nueva Economía Institucional, las reformas impulsadas por el Consenso de Washington han sido en sí mismas coherentes y adecuadas con el desarrollo de la economía de mercado. Lo que ha faltado es lo que algunos han llamado reformas de segunda generación, aquellas destinadas a hacer cumplir los derechos de propiedad y a darle estabilidad al sistema político para impedir corrupción y populismo.

En síntesis, la austeridad fiscal, la privatización y la liberalización de los mercados fueron los tres pilares aconsejados por el Consenso de Washington durante los años ochenta y noventa. Stiglitz afirma que estas ideas de fundamentalismo de mercado se reflejaban en la estrategia básica para el desarrollo defendida a principios de los ochenta por el FMI, el Banco Mundial y el Tesoro de EEUU, una estrategia que muchos bautizaron como “neoliberalismo” o, debido a que sus principales defensores se encontraban todos en Washington, “el Consenso de Washington”.

8.2 FUNDAMENTACIÓN DE LA MODIFICACIÓN LEGAL

Que la necesaria modificación de nuestra Ley del Mercado de Valores, proviene de tomar en consideración las circunstancias siguientes:

- Andrés Roemer sostiene que³⁵⁶ el poder del análisis económico de las leyes se deriva, en su mayor parte, de la claridad y congruencia que aporta a la definición del término y a la descripción de los conceptos. Nos permite esclarecer aquello de lo que estamos hablando y enfocar con precisión el tema de la discusión. Además, esta claridad permite la construcción formal de modelos, y éstos, a su vez, posibilitan que el razonamiento causal avance con mayor certidumbre, además de mostrar explícitamente qué supuestos están detrás del análisis y cuál es su efecto sobre el resultado. En otras palabras, la economía nos ofrece una sintaxis y una semántica más poderosa para la argumentación (...). El análisis económico de la ley ha proporcionado

³⁵⁶ ROEMER Andrés, Introducción al Análisis Económico del Derecho; Editorial Fondo de Cultura Económica, 114 páginas, México 1994, página 104.

múltiples ideas y perspectivas generales de relevancia muy extendida para el ordenamiento legal (...). Consecuentemente, es imperativo subrayar que para criticar, evaluar o enmendar una ley, es necesario saber cómo opera esa ley, tanto en la práctica justa como eficiente, y entender que la historia del desarrollo –como lo expresa Douglass North- no sólo se identifica con el progreso técnico sino con el del derecho, entendiéndolo éste como un instrumento de acción u omisión que permite el regulamiento y la distribución de los recursos en la forma más equitativa y efectiva posible. Si este conocimiento no se reconoce ni se aplica, la sociedad seguirá asumiendo costos que no le corresponden y el sistema de justicia seguirá expresando en sus leyes y sentencias lo que los hombres y las mujeres dicen que hacen y no lo que realmente hacen.

- En general, la dispersión de nuestra legislación en temas relacionados con las ofertas públicas primarias de bonos corporativos (Ley de Títulos Valores, la Ley General de Sociedades y la Ley del Mercado de Valores) tiene como consecuencia la regulación en exceso de nuestro mercado de bonos, limitando su alcance y estableciendo sobre todo, costos innecesarios a las empresas emisoras de bonos corporativos. Nuestro mercado primario de valores se caracteriza por el reducido número de empresas que realizan ofertas públicas primarias de valores. En lo referente a emisiones de bonos durante el período 2003-2008, solamente 48 empresas recurrieron a esta modalidad de financiamiento, de las cuales 04 fueron realizadas por medianas empresas, lo cual constituye un indicador de la limitada utilización de esta importante alternativa de financiamiento, sobre todo si se considera que en nuestro país existen aproximadamente 1,400 empresas potenciales que pueden acudir a esta modalidad de financiamiento.
- Uno de los aspectos preocupantes de nuestra legislación es el establecimiento de situaciones de excepción en donde se deja a la discrecionalidad del órgano supervisor. Por el contrario, cualquier excepción que se disponga debe estar expresamente establecida en una norma para que no surja alguna duda frente a la excepción señalada y ésta se considere como tal.
- Al respecto, mediante la sexta Disposición Transitoria y Final sobre Promoción del Desarrollo del Mercado de Valores³⁵⁷, se dispuso que con Decreto Supremo refrendado por el Ministerio de Economía y Finanzas, se podrían establecer excepciones a los requisitos de inscripción del valor y registro del prospecto en el RPMV, la obligación de contar con un agente colocador, entidad estructuradora o en su caso de representante de obligacionistas, en los supuestos en que el plazo de emisión sea corto o el monto de la emisión no sea elevado o según el tipo de valor de que se trate o las características del emisor o las naturalezas de las garantías que se establezcan u otras circunstancias similares, siempre que tales requerimientos resulten

³⁵⁷ Ley N° 27649 de fecha 23.01.2002 - Ley que modifica la Ley del Mercado de Valores.

innecesarios o impongan costos injustificados al financiamiento vía la oferta de valores.

- Nuestra LMV, en lo relacionado al papel de CONASEV en las ofertas públicas primarias, es bastante ambigua, ya que no es conveniente, en aras de la transparencia del mercado primario de valores, que se deje a la discrecionalidad de la entidad supervisora algunos aspectos que tienen incidencia en el costo de emisión de los valores. En ese sentido, la discrecionalidad de CONASEV establecida en nuestra LMV, específicamente en el artículo 55, tiene su antecedente directo en el artículo 30 de la LMV de España, ya que ésta contempla que ***el Gobierno podrá exceptuar, total o parcialmente, del cumplimiento de los requisitos a determinadas categorías de emisiones, en función de la naturaleza del emisor, de la pequeña cuantía de la emisión, del número restringido o de las especiales características de los inversores a la que ésta vaya dirigida o de otras circunstancias que hagan aconsejable establecer excepciones a los mismos.***
- Nuestros legisladores han implementado una norma de otra realidad, muy distinta a la nuestra. Es necesario que no solo en el mercado de valores se establezcan reglas de juego claras y más aún que no se deje a la voluntad de una entidad para que “según el criterio de algunos funcionarios” establezca excepciones a ciertos casos de emisiones. Por tanto, se requiere una mayor institucionalización de nuestro mercado de valores para evitar la discrecionalidad que en este caso concreto, desalienta las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en nuestro país.
- Una forma de institucionalizar más nuestro mercado de valores es establecer claramente en la misma ley, cualquier excepción a la regla, más aún si nos encontramos en un país débil desde el punto de vista institucional. Como no existe un marco institucional claro que lo defina o simplemente este marco cambia con frecuencia debido a la inestabilidad política, los inversionistas verán como se elevan los costos de transacción como consecuencia de derechos de propiedad que se han transformado en arbitrarios o sujetos a cambio. Ante esta situación, los inversionistas desestiman el largo plazo y buscan por el contrario, rentas de corto plazo, con un fuerte componente especulativo.
- De acuerdo con Douglass North, los agentes del cambio institucional son las organizaciones (políticas, económicas, sociales, educativas, etc). Una organización se convierte en institución al asignarle una función socialmente útil y dotarle de valores. Las piezas fundamentales del marco institucional son las referentes a la regulación del derecho de propiedad, la moneda, el régimen de comercio exterior, la seguridad social, etc. El marco institucional determina el tipo de habilidades prácticas y de conocimientos que se perciben como necesarios para alcanzar los máximos beneficios. En ese sentido, para fortalecer nuestro mercado es necesario darle mayor estabilidad mediante reglas de juego claras.

- En situaciones de incertidumbre institucional –causadas principalmente por la discrecionalidad de los gobernantes y por el mal funcionamiento de las reglas en general– las instituciones no cumplen con las funciones para las cuales fueron originalmente creadas. Dichas situaciones tienen efectos devastadores sobre el crecimiento económico, al aumentar los costos de la toma de decisiones, al tornar inseguros los derechos de propiedad, al crear oportunidades de búsqueda de rentas y al desincentivar las inversiones a largo plazo, esenciales en cualquier proceso de desarrollo.
- Con la finalidad de incorporar nuevas empresas al mercado primario de valores como principal alternativa de financiamiento, es necesario que nuestra ley no imponga costos a las emisiones de valores. Por lo que se debe modificar nuestra normativa específicamente en lo relacionado a la obligatoriedad de contar con un agente colocador (intermediario), entidad estructuradora y dos empresas clasificadoras de riesgo que efectúen la clasificación permanente de dichos valores.
- Debe tipificarse en la LMV que podrá recurrirse a cualquier técnica adecuada a elección del emisor así como dejar la libertad de éste para contratar una entidad estructuradora y su requerimiento sea por parte del propio mercado. Asimismo, en lugar de exigir 2 empresas clasificadoras de riesgo, simplemente bastaría que se limite a contratar los servicios de una sola empresa clasificadora de riesgo, para que efectúe la clasificación permanente de dichos valores.
- Se debe modificar el artículo 50 de la LMV ya que éste obliga la intervención de un agente de intermediación cuando se trata de ofertas públicas de valores. Al respecto, existen antecedentes legales como el caso de España, país en el cual se ha preferido disponer en la LMV que para la colocación de emisiones podrá recurrirse a cualquier técnica adecuada a elección del emisor. Asimismo, el procedimiento de colocación deberá quedar definido y hacerse público en todos sus extremos antes de proceder a la misma. Los mismos principios de libertad, definición previa y publicidad se aplicarán a la elección del colectivo de potenciales suscriptores al que se ofrezca la emisión. Finalmente, se señala que las condiciones definidas en virtud de lo dispuesto anteriormente deberán figurar en el folleto informativo de la correspondiente emisión y la colocación de ésta deberá ajustarse estrictamente a las mismas.
- Si bien es cierto, al exigir 2 empresas clasificadoras de riesgo, se trata de proteger al inversionista, pero esta exigencia se puede flexibilizar ya que estas entidades, como bien lo establece el artículo 271 de nuestra LMV, están sujetas al control y supervisión de CONASEV y por lo tanto, no habría la necesidad de dos empresas clasificadoras, simplemente bastaría con una.
- Por otro lado, al disponer nuestra LGS que el importe total de una oferta pública primaria de bonos corporativos no puede ser superior al patrimonio neto de la sociedad, refuerza el tema de la transparencia del mercado y sobre todo la protección a los inversionistas (tenedores del bono). En caso de que el monto de emisión sea superior al patrimonio nuestra ley prevé que la misma deba estar respaldada con

una garantía específica, la cual puede ejecutarse a través de la interposición de la demanda en proceso ejecutivo.

- La LMV ha previsto en el artículo 81 que los valores representativos de deuda, emitidos por oferta pública o por oferta privada, constituyen títulos valores ejecutivos. Por lo tanto, con ello se garantiza que en caso de incumplimiento de los intereses o del principal, el acreedor (tenedor del bono) puede ejecutar dichos valores a través de un proceso ejecutivo.
- Cuando el monto a emitir a través de bonos corporativos sea inferior a los 10 millones de dólares resulta suficiente con reforzar la entrega de los prospectos informativos al inversor, quien conocería que esa emisión no cuenta con clasificación y que asumiría todo el riesgo por su inversión. Resulta importante que CONASEV pueda solicitar se amplíe, detalle, modifique o complemente, la información que, a su juicio, deba incluirse o anexarse al prospecto informativo, cuando ello favorezca la calidad, claridad y el grado de revelación de información al público. Asimismo, no podrá establecer requisitos adicionales a los previstos en la ley.
- Existen legislaciones que establecen en forma expresa como requisito la exigencia de una sola empresa clasificadora de riesgo cuando se realicen ofertas públicas primarias de instrumentos de deuda. En ese sentido, la Ley del Mercado de Valores de México señala que cuando se trata de instrumentos de deuda y títulos fiduciarios residuales, sólo se exige la calificación sobre el riesgo crediticio de la emisión de una institución calificadora de valores. De igual manera, en el caso de la legislación de Colombia, los emisores de valores deben calificarse por una entidad previamente autorizada por el Estado. Se precisa además que esta calificación debe hacerse pública.
- Es necesario que en nuestra legislación se tipifique en forma expresa sanciones drásticas a los agentes que participan en el mercado de valores. Existe un antecedente importante al respecto. La LMV de México establece sanciones con prisión de hasta quince años quienes dentro del territorio nacional, realicen intermediación con valores con el público, sin contar con la correspondiente autorización de la autoridad competente conforme a ésta u otras leyes.
- Finalmente, es necesario que CONASEV cumpla verdaderamente el rol de supervisión y control establecido en la ley del mercado de valores, específicamente en el control y supervisión a las empresas clasificadoras de riesgo.

8.3. PROPUESTA DE MODIFICACIÓN A LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

Con el objetivo de permitir la colocación de un mayor número de ofertas públicas primarias de bonos corporativos, se sugiere sustituir los siguientes artículos de la Ley del Mercado de Valores:

Título III: Ofertas Públicas de Valores Capítulo I: Disposiciones Generales

Dice:

Art. 50.- Intermediario.- En las ofertas públicas de valores es obligatoria la intervención de un agente de intermediación, salvo en los casos contemplados en los artículos 63 y 127 y en la colocación primaria de

certificados de participación de los fondos mutuos y los fondos de inversión.

Debe decir:

Art. 50.- Intermediario.- En las ofertas públicas de valores podrá recurrirse a cualquier técnica adecuada a elección del emisor. El procedimiento de colocación deberá quedar definido y hacerse público en todos sus extremos antes de proceder a la misma. Los mismos principios de libertad, definición previa y publicidad se aplicarán a la elección del colectivo de potenciales suscriptores al que se ofrezca la emisión.

Las condiciones definidas en virtud de lo dispuesto anteriormente deberán figurar en el prospecto informativo de la correspondiente emisión y la colocación de ésta deberá ajustarse estrictamente a las mismas.

Título III: Ofertas Públicas de Valores

Capítulo II: Oferta Pública Primaria

Dice:

Art. 55.- Sin perjuicio de lo expresado en el artículo anterior, CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, puede exceptuar en todo o en parte del cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo anterior respecto de determinadas categorías de colocaciones. A tal fin, toma en cuenta la naturaleza del emisor, los valores a emitirse, la cuantía de la emisión, el número de los inversionistas a los que ésta va dirigida, las especiales características que revistan u otras circunstancias que estime justificadas.

Debe decir:

Art. 55.- Sin perjuicio de lo expresado en el artículo anterior, CONASEV podrá solicitar se amplíe, detalle, modifique o complemente, la información que, a su juicio, deba incluirse o anexarse al prospecto informativo, cuando ello favorezca la calidad, claridad y el grado de revelación de información al público. Asimismo, no podrá establecerse requisitos adicionales a los previstos en la ley.

Dice:

Art. 56.- Prospecto informativo.- El PI deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas:

.....

Inciso “d” Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del PI: entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.

Debe decir:

Art. 56.- Prospecto informativo (PI).- El PI deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas:

.....

Inciso “d” Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del PI, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.

Dice:

Art. 63.- Excepción de intermediario.- Los emisores podrán colocar directamente los instrumentos de corto plazo que emitan mediante oferta pública. Asimismo, las empresas sujetas al control y supervisión de la Superintendencia pueden colocar directamente los valores no accionarios de su propia emisión cuando la Ley General lo autorice.

Debe decir:

Deróguese el artículo 63.

Título X: Empresas Clasificadoras

Capítulo II: Procedimientos de clasificación

Dice:

Primer párrafo

Art. 280.- Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Asimismo, deberán clasificarse los valores representativos de deuda cuando sean objeto de oferta pública secundaria. En los demás casos, la clasificación de riesgo es facultativa. CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, podrá establecer excepciones a la obligación antes señalada, o que la misma se limite a contratar los servicios de una sola clasificadora.

Debe decir:

Primer párrafo

Art. 280.- Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de por lo menos una clasificadora de riesgo, para que efectúe la clasificación permanente de esos valores. En los demás casos, la clasificación de riesgo es facultativa.

8.4. PROPUESTA DE MODIFICACIÓN A LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Con la finalidad de promover una mayor transparencia en el mercado, resulta necesaria la modificación de la Ley General de Sociedades en lo relacionado a dos aspectos fundamentales.

El artículo 318 de la LGS no genera efectos jurídicos, de ahí que resulta conveniente su derogación.

Con relación al artículo 319 de la LGS se debe precisar que en toda operación de financiamiento, ambas partes de la relación son beneficiarias, el emisor al recibir el dinero en calidad de préstamo y los obligacionistas al recibir un interés por dicho préstamo. En ese sentido resulta prudente que ambas partes al ser beneficiarios con la operación de financiamiento establezcan libremente los gastos que sus negocios ocasionen.

La modificación del artículo 325 de la LGS se sustenta en el hecho de que si el estructurador cumple también la función de representante de obligacionistas como se da en la actualidad, puede generar un conflicto de intereses, ya que el representante de obligacionistas debe caracterizarse por su independencia del emisor, al ser quien representa los intereses de la contraparte; mientras que el agente estructurador es contratado por el emisor para que lo asesore en el proceso de diseño y estructura de la emisión.

Título IV: Sindicato de obligacionistas y representante de obligacionistas

Dice:

Artículo 318.- Formación del sindicato

El sindicato de obligacionistas se constituye por el otorgamiento de la escritura pública de emisión. Los adquirentes de las obligaciones se incorporan al sindicato por la suscripción de las mismas.

Debe decir:

Deróguese el artículo 63.

Dice:

Artículo 319.- Gastos del sindicato

Los gastos normales que ocasione el sostenimiento del sindicato corren a cargo de la sociedad emisora y, salvo pacto contrario, no deben exceder del equivalente al dos por ciento de los intereses anuales devengados por las obligaciones emitidas.

Debe decir:

Artículo 319.- Gastos del sindicato

Las partes asignan libremente los gastos normales que ocasione el sostenimiento del sindicato.

Dice:

Artículo 325.- Representante de los obligacionistas

El Representante de los Obligacionistas es el intermediario entre la sociedad y el sindicato y tiene cuando menos, las facultades, derechos y responsabilidades siguientes:

1. Presidir las asambleas de obligacionistas;
2. Ejercer la representación legal del sindicato;
3. Asistir, con voz pero sin voto, a las deliberaciones de la junta de accionistas o de socios, según el caso, de la sociedad emisora, informando a ésta de los acuerdos del sindicato y solicitando a la junta los informes que, a su juicio o al de la asamblea de obligacionistas, interese a éstos;
4. Intervenir en los sorteos que se celebren en relación con los títulos; vigilar el pago de los intereses y del principal y, en general, cautelar los derechos de los obligacionistas;
5. Designar a la persona natural que lo representará permanentemente ante la sociedad emisora en sus funciones de Representante de los Obligacionistas;
6. Designar a una persona natural para que forme parte del órgano administrador de la sociedad emisora, cuando la participación de un representante de los obligacionistas en dicho directorio estuviese prevista en la escritura pública de emisión;
7. Convocar a la junta de accionistas o de socios, según el caso, de la sociedad emisora si ocurriese un atraso mayor de ocho días en el pago de los intereses vencidos o en la amortización del principal;
8. Exigir y supervisar la ejecución del proceso de conversión de las obligaciones en acciones;
9. Verificar que las garantías de la emisión hayan sido debidamente constituidas, comprobando la existencia y el valor de los bienes afectados;
10. Cuidar que los bienes dados en garantía se encuentren, de acuerdo a su naturaleza, debidamente asegurados a favor del Representante de los Obligacionistas, en representación de los obligacionistas, al menos por un monto equivalente al importe garantizado; y,
11. Iniciar y proseguir las pretensiones judiciales y extrajudiciales, en especial las que tengan por objeto procurar el pago de los intereses y el capital adeudados, la ejecución de las garantías, la conversión de las obligaciones y la práctica de actos conservatorios.

En adición a las facultades, derechos y responsabilidades antes indicados, la escritura de emisión o la asamblea de obligacionistas podrá conferirle o atribuirle las que se estimen convenientes o necesarias.

Debe decir:

Artículo 325.- Representante de los obligacionistas

El Representante de los Obligacionistas es el intermediario entre la sociedad y el sindicato y tiene cuando menos, las facultades, derechos y responsabilidades siguientes:

1. Presidir las asambleas de obligacionistas;
2. Ejercer la representación legal del sindicato;
3. Asistir, con voz pero sin voto, a las deliberaciones de la junta de accionistas o de socios, según el caso, de la sociedad emisora, informando a ésta de los acuerdos del sindicato y solicitando a la junta los informes que, a su juicio o al de la asamblea de obligacionistas, interese a éstos;
4. Intervenir en los sorteos que se celebren en relación con los títulos; vigilar el pago de los intereses y del principal y, en general, cautelar los derechos de los obligacionistas;
5. Designar a la persona natural que lo representará permanentemente ante la sociedad emisora en sus funciones de Representante de los Obligacionistas;
6. Designar a una persona natural para que forme parte del órgano administrador de la sociedad emisora, cuando la participación de un representante de los obligacionistas en dicho directorio estuviese prevista en la escritura pública de emisión;
7. Convocar a la junta de accionistas o de socios, según el caso, de la sociedad emisora si ocurriese un atraso mayor de ocho días en el pago de los intereses vencidos o en la amortización del principal;
8. Exigir y supervisar la ejecución del proceso de conversión de las obligaciones en acciones;
9. Verificar que las garantías de la emisión hayan sido debidamente constituidas, comprobando la existencia y el valor de los bienes afectados;
10. Cuidar que los bienes dados en garantía se encuentren, de acuerdo a su naturaleza, debidamente asegurados a favor del Representante de los Obligacionistas, en representación de los obligacionistas, al menos por un monto equivalente al importe garantizado; y,
11. Iniciar y proseguir las pretensiones judiciales y extrajudiciales, en especial las que tengan por objeto procurar el pago de los intereses y el capital adeudados, la ejecución de las garantías, la conversión de las obligaciones y la práctica de actos conservatorios.

En adición a las facultades, derechos y responsabilidades antes indicados, la escritura de emisión o la asamblea de obligacionistas podrá conferirle o atribuirle las que se estimen convenientes o necesarias.

En una oferta pública primaria de valores, el representante de obligacionistas no podrá actuar como estructurador de la emisión.

El representante responderá hasta de la culpa leve por el desempeño de sus funciones, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa y penal que pudiera serle imputable.

8.5. PROPUESTA DE TIPIFICACIÓN DE DELITOS EN EL CÓDIGO PENAL

Debido a que el bien jurídico protegido penalmente en el Título X del Código Penal es el sistema crediticio equilibrado, resulta insuficiente lo regulado en el artículo 244 de nuestro ordenamiento sustantivo penal para resguardar el bien jurídico. En ese sentido, resulta necesario precisar lo relacionado a la intermediación con valores con el público.

Título X: Delitos contra el orden financiero y monetario **Capítulo I: Delitos financieros**

Incluir Artículo 244-B

Serán sancionados con pena privativa de la libertad de cuatro a diez años quienes dentro del territorio nacional, realicen intermediación con valores con el público, sin contar con la correspondiente autorización de la autoridad competente conforme a la Ley del Mercado de Valores u otras leyes.

Serán sancionados con pena privativa de la libertad de cuatro a ocho años quienes lleven a cabo cualquiera de las conductas siguientes:

- I.** Hagan oferta pública de valores no inscritos en el Registro, sin contar con la autorización de la Comisión.
- II.** Ofrezcan de manera privada valores, en contravención de lo establecido en el artículo 8 de esta Ley.

Incluir Artículo 244-C

Serán sancionados con pena privativa de la libertad de cinco a diez años, los directivos, gerente, administrador, representante legal, miembro del consejo de administración, funcionario, empleados o quienes desempeñen cargos o comisiones en un intermediario del mercado de valores, que dispongan para sí o para un tercero de los recursos recibidos de un cliente o de sus valores, para fines distintos a los ordenados o contratados por éste, causándole con ello un daño patrimonial al cliente en beneficio económico propio, y sea directamente o a través de interpósita persona o a favor de tercero.

Las mismas penas se impondrán a los miembros del consejo de administración, así como a las personas que desempeñen funciones directivas, empleos, cargos o comisiones, en un intermediario del mercado de valores, cuando incurran en la conducta de realizar operaciones ilícitas o prohibidas por la Ley que resulten en daño patrimonial al intermediario del

mercado de valores de que se trate en beneficio económico propio, ya sea directamente o a través de interpósita persona o a favor de tercero.

Asimismo serán sancionados con pena privativa de la libertad de cuatro a ocho años, los miembros del consejo de administración, directivos, funcionarios, empleados, apoderados para celebrar operaciones con el público, comisarios o auditores externos, de un intermediario del mercado de valores, bolsa de valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales de valores o emisoras, que cometan cualquiera de las siguientes conductas:

- I.** Omitan registrar en la contabilidad las operaciones efectuadas o alteren los registros contables o aumenten o disminuyan artificialmente los activos, pasivos, cuentas de orden, capital o resultados de las citadas entidades, para ocultar la verdadera naturaleza de las operaciones realizadas o su registro contable.
- II.** Inscriban u ordenen que se inscriban datos falsos en la contabilidad, o bien, proporcionen datos falsos en los documentos, informes, dictámenes, opiniones, estudios o calificación crediticia, que deban presentarse a la Comisión en cumplimiento de lo previsto en la Ley.
- III.** Destruyan u ordenen que se destruyan total o parcialmente, los sistemas o registros contables o la documentación soporte que dé origen a los asientos contables respectivos, con anterioridad al vencimiento de los plazos legales de conservación y con el propósito de ocultar su registro.
- IV.** Destruyan u ordenen que se destruyan total o parcialmente, información, documentos o archivos, incluso electrónicos, con el propósito de impedir u obstruir los actos de supervisión de la Comisión.
- V.** Destruyan u ordenen se destruyan total o parcialmente, información, documentos o archivos, incluso electrónicos, con el propósito de manipular u ocultar de quienes tengan interés jurídico en conocer los datos o información relevante de la sociedad, que de haberse conocido se hubiere evitado una afectación de hecho o de derecho de la propia entidad, de sus socios o de terceros.
- VI.** Presenten a la Comisión documentos o información falsa o alterada con el objeto de ocultar su verdadero contenido o contexto, o bien, asienten o declaren ante ésta hechos falsos.

CONCLUSIONES

1. La principal limitación en el análisis de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en nuestro país es la dispersión de este tema en la legislación vigente: Ley de Títulos Valores, Ley General de Sociedades, Ley del Mercado de Valores y Ley General del Sistema Financiero y Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros. Cada una de ellas regula, en forma aislada, aspectos relacionados a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, lo cual conduce en cierta forma a duplicar esfuerzos y cargar costos innecesarios a los participantes de este mercado, específicamente a las empresas emisoras, que son la fuente del mercado

primario de valores que da origen al mercado de capitales al generar nuevas ofertas de valores.

2. El análisis de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Derecho Comparado permitió identificar que en dos de los países –México y Colombia- solamente se exige una empresa clasificadora de riesgo a las emisiones de bonos corporativos. Asimismo, la Ley del Mercado de Valores de Chile es la que mejor regula o menor dispersión tiene sobre el tema, ya que todos los aspectos relacionados al procedimiento de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos se encuentran expresamente establecidos en la referida Ley.
3. En el proceso de colocación de una oferta pública primaria de bonos corporativos existe asimetría de la información, debido a que los tenedores del bono (obligacionistas) y el emisor tienen acceso desigual al conocimiento de la situación económica y financiera de la empresa y consiguientemente, requieren garantías específicas sobre la empresa emisora, las mismas que se encuentran expresamente establecidas en la Ley General de Sociedades en respaldo de los intereses de los inversionistas que son los que arriesgan su dinero y se encuentran expuestos al riesgo de incumplimiento por parte del emisor de los bonos corporativos.
4. El riesgo de incumplimiento en una oferta pública primaria de bonos corporativos es el riesgo que el emisor de los bonos corporativos no cumpla con la obligación o deuda contraída. En ese sentido, dentro de los eventos de incumplimiento más importante se tienen a: 1) la falta de pago por parte del emisor de una serie de conceptos tales como los cupones que genere el bono (intereses que ofrece el bono), la redención del principal (valor nominal del bono) y las comisiones pactadas, entre otros; 2) el incumplimiento del pago por parte del emisor de cualquier obligación de pago derivada de un contrato de préstamo distinto por un monto superior a una suma preestablecida; 3) el cambio en el accionariado del emisor, sin contar con la autorización previa de los obligacionistas; 4) el inicio de un procedimiento concursal, de quiebra o liquidación del emisor; 5) la expropiación de activos sustanciales del emisor; 6) la declaración de invalidez o caducidad de cualesquiera de los contratos de garantías.
5. Un aspecto importante establecido en las legislaciones del mercado de valores en Latinoamérica es que se contempla expresamente que las comisiones que puedan cobrarse por colocación o intermediación son libres, a diferencia de nuestra Ley del Mercado de Valores que dispone que en las ofertas públicas de valores es obligatorio la intervención de un agente de intermediación.
6. La oferta pública primaria de bonos corporativos fue el instrumento más utilizado en nuestro mercado primario de valores durante el período 2003-2008. En total 48 empresas realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos, de las cuales 11 empresas pertenecen al sector de intermediación financiera, otras 11 a electricidad, gas y agua, 09 a la industria manufacturera, 05 a la minería, 03 al comercio, entre otros. En total durante el referido período, se realizaron en total 131 emisiones de bonos corporativos, de las cuales 124 fueron realizadas por grandes empresas. De las 131 emisiones, 54 fueron en dólares y 77 en soles, lo que evidencia la confianza en la moneda nacional. En el mismo período la empresa que realizó el mayor número de ofertas públicas

primarias de bonos corporativos fue Edegel S.A.A. con 10 emisiones (4 en dólares y 6 en soles).

7. El costo de emisión de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos es aquel costo en que incurre el emisor al momento de efectuar la colocación de bonos corporativos en el mercado que incluye los costos establecidos en las tres etapas del proceso de colocación sin considerar la tasa cupón (tasa de interés ofrecida al inversionista). La existencia de algunos costos fijos durante el proceso de emisión de bonos corporativos tales como la clasificación de riesgo de la emisión, cuotas de mantenimiento a las entidades reguladoras y otros, así como de costos no recurrentes como es el caso las comisiones de estructuración y colocación, gastos de promoción, comisiones por “underwriting” y otros, hace que el costo total de esta alternativa de financiamiento varíe de manera importante en función del monto y del plazo de la emisión. Por ello resulta muy importante colocar emisiones por montos lo suficientemente altos como para diluir los costos fijos del proceso y con plazos lo suficientemente largos como para absorber los costos no recurrentes relacionados con la preparación de la emisión. Según el análisis efectuado al mercado de ofertas públicas primarias de bonos corporativos, se determinó que para el caso peruano el costo de emisión es del 2,42% como porcentaje del monto colocado en dólares (en promedio US\$ 10 millones de dólares de emisión). En países como Brasil, Chile y México considerando un monto de emisión de US\$ 100 millones de dólares, los costos de emisión representan 2,39%, 2,74% y 1,18%, respectivamente.
8. La importancia relativa de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos con relación al Producto Bruto Interno en el Perú fue de 1.08% para el año 2008, lo que demuestra la limitada utilización de esta alternativa de financiamiento. Asimismo, 08 empresas realizaron colocaciones de bonos por montos inferiores a los 10 millones de dólares. En el año 2008, las colocaciones de ofertas públicas primarias mediante bonos corporativos fueron de US\$ 85,229 en dólares y S/. 1,823,040 en soles.
9. Durante el período 2003-2008 el monto total colocado mediante bonos corporativos fue de US\$ 1,878,232 dólares y S/. 9,361,675 soles. De igual forma, durante el período de investigación, la empresa que colocó el mayor en el mercado fue Transportadora de Gas del Perú S.A. con US\$ 200 millones de dólares en el año 2004 y la empresa que colocó el menor monto fue Gloria S.A. con US\$ 3 millones de dólares en el año 2003. Asimismo, en el mismo período, la empresa que colocó el mayor monto acumulado en soles fue Telefónica del Perú S.A.A. con S/. 1,847,675 soles y la empresa que colocó el mayor monto en dólares fue Transportadora de Gas del Perú S.A. con US\$ 271,098 dólares.
10. De acuerdo con la base de datos del Banco de Pagos Internacionales, el tamaño de nuestro mercado de ofertas públicas primarias de bonos corporativos (bonos locales/PBI) es pequeño frente a otros mercados emergentes similares como Colombia, Brasil, México y Chile e ínfimo frente a países de mayor desarrollo (Estados Unidos, Corea y Malasia). Durante el período 2000-2004, se puede notar que el tamaño del mercado interno de bonos de Brasil fue de 0,55, en Chile 0,49, en Colombia 0,27 y en México 0,26. Nuestro país tiene el indicador más bajo de la región con 0,07. Asimismo, de todos los países analizados, Jamaica tiene el tamaño del mercado de bonos

más grande, con un 0,78 para el período 2000-2004. El país con el tamaño más pequeño es Guatemala con 0,06.

11. Los inversionistas institucionales proveen recursos de financiamiento a muy largo plazo, lo cual puede favorecer la realización de importantes proyectos empresariales y de infraestructura, sobre todo a través de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos. El ahorro que administran los inversionistas institucionales proviene en su gran mayoría de los propios peruanos, lo cual eleva el crecimiento del ahorro interno contribuyendo con el ciclo virtuoso de ahorro-inversión. A diciembre de 2009, los fondos de pensiones son los inversionistas más grandes con inversiones que a la fecha superan los US\$ 22,000 millones, invirtiendo en todos los segmentos del mercado. Los bancos administran una importante cartera de inversiones por alrededor de US\$ 4,000 millones, concentrados en instrumentos de mercado de dinero y renta fija de corto y mediano plazo. Las compañías de seguros gestionan cerca de US\$ 4,500 millones concentrándose fundamentalmente en instrumentos de renta fija de largo plazo. Los fondos mutuos administran alrededor de US\$ 5,000 millones enfocándose en el corto y mediano plazo con inversiones en renta fija, fundamentalmente en dólares.
12. La oferta pública primaria de bonos corporativos en el Perú se encuentra concentrada en los emisores de riesgo I (AAA, AA) y Riesgo II (A). Por lo tanto, mientras menor sea el monto de la emisión, menor sea el plazo y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto de los costos de emisión.
13. Con la investigación, se constató que en nuestro mercado son principalmente las grandes empresas las que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos. En América Latina, los mercados de bonos se caracterizan por un número reducido de firmas grandes que emiten caudales considerables de bonos y esto implica que los costos fijos de la emisión sean altos. Las grandes empresas ubicadas en nuestro país, realizaron en promedio 3 emisiones cada una de ellas durante el período 2003-2008.
14. De las 48 empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos, 04 de las empresas emisoras se encuentran dentro de las 10 mejores empresas del Perú y 25 dentro de las 100 mejores empresas del Perú, lo que constituye un indicador importante de este sector empresarial que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en nuestro país.
15. La Ley del Mercado de Valores de México es la única de las leyes analizadas en el presente estudio que tipifica conductas delictivas para aquellos que realicen intermediación con valores con el público sin contar con la correspondiente autorización de la autoridad competente.
16. El análisis económico de la legislación sobre las ofertas públicas primarias de bonos corporativos permitió identificar los sobrecostos impuestos a las empresas que recurren a la emisión de bonos corporativos como alternativa de financiamiento dentro de las tres etapas del proceso de emisión de bonos de corporativos.
17. El Artículo 319 de la Ley General de Sociedades referido a los gastos normales que ocasione el sostenimiento del sindicato corren a cargo de la sociedad emisora tiene su antecedente directo en la legislación Chilena que a diferencia de la nuestra, se regula expresamente en la Ley del Mercado de Valores.

18. El 30 de la LMV de España es el antecedente directo del artículo 55 de nuestra LMV, a tal punto de parecerse en la redacción porque el fondo es el mismo. Este aspecto permite la discrecionalidad a CONASEV para que exceptúe el cumplimiento de algunos requisitos. Sin embargo, este artículo obstaculiza la transparencia de nuestro mercado de bonos corporativos, ya que las excepciones deben establecerse en forma clara e inequívoca y de esa manera no prestarse a ambigüedades.
19. La primera empresa que efectuó una oferta pública primaria de bonos corporativos en nuestro país fue Fabricantes Electrónicos del Sur S.A. (FESSA S.A.) en el año de 1991, colocando en el mercado US\$ 1 millón de dólares y S/. 774 mil soles. Durante los años 1993 y 1994 esta empresa nuevamente emitió bonos corporativos tanto en soles como en dólares. A la fecha, esta empresa se encuentra retirada del mercado de valores.
20. En los mercados internacionales, el grado de inversión se concibe como la "nota aprobatoria" otorgada por las agencias clasificadoras de riesgo a la deuda de un país. Encontrarse ubicado en grado de inversión es importante porque constituye una señal de estabilidad económica y confianza hacia los inversionistas. En cambio un grado especulativo es un bono que está clasificado por debajo del grado de inversión al momento de compra. Estos bonos tienen un alto riesgo de suspensión de pagos u otros eventos crediticios adversos, pero típicamente pagan más dividendos que los bonos de mejor calidad para hacerlos atractivos a los inversionistas. Finalmente, el riesgo país constituye un indicador económico utilizado por los inversionistas al momento de calcular las posibilidades de éxito de sus proyectos de inversión. Se define como aquél que asumen las entidades financieras, las empresas o el Estado, ante el posible impago por operaciones comerciales o préstamos que realizan con el sector público o privado de otro país.

RECOMENDACIONES

1. Es recomendable establecer reglas de juego claras en el mercado de bonos corporativos de nuestro país. Actualmente, la Ley del Mercado de Valores dificulta la participación de las empresas que requieren financiarse mediante un monto de emisión pequeño, por lo que resulta necesario efectuar modificaciones a la Ley del Mercado de Valores, la Ley General de Sociedades e incluir nuestro Código Penal la intermediación con valores que con el público que no cuentan con la autorización de la autoridad competente.

2. Es necesario una mayor institucionalización de nuestro mercado de ofertas públicas primarias de bonos corporativos estableciendo claramente en la misma Ley del Mercado de Valores cualquier excepción al procedimiento de las colocaciones de bonos en el mercado.
3. Se debe eliminar el carácter discrecional de algunos artículos de la Ley del Mercado de Valores con la finalidad de darle mayor transparencia a las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, ya que con ello lo único que se logra es actos que favorecen solamente a un grupo de empresas en desmedro de otras empresas.
4. Es aconsejable que CONASEV promueva el desarrollo de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú tomando en cuenta que la regulación es el instrumento o medio y la competencia en el mercado de bonos es el objetivo prioritario.
5. Se debe precisar en nuestra Ley del Mercado de Valores que en las ofertas públicas primarias de bonos corporativos pueda recurrirse a cualquier mecanismo a elección del emisor y no obligar a la intervención de un agente de intermediación.
6. Si bien es cierto, al exigir 2 empresas clasificadoras de riesgo a las ofertas públicas primarias de instrumentos de deuda, se pretendió proteger al inversionista, pero esta exigencia se puede flexibilizar cuando el monto de emisión sea inferior a los 10 millones de dólares y sobre todo considerando que las empresas clasificadoras de riesgo se encuentran registradas y supervisadas por CONASEV.
7. En una oferta pública primaria de bonos corporativos, el hecho de contar con una entidad estructuradora, agente colocador y empresas clasificadoras de riesgo debe proceder del mercado como es el caso de los Estados Unidos y no en forma obligatoria como contemplan actualmente las legislaciones de latinoamérica y específicamente nuestra Ley del Mercado de Valores, ya que con ello lo único que se logra es imponer costos fijos a las emisiones de bonos corporativos.
8. Es recomendable que CONASEV como entidad que promueve el mercado de valores y en aras de una mayor transparencia, evalúe la posibilidad de incluir sanciones drásticas en nuestro Código Penal para quienes dentro del territorio nacional, realicen intermediación con valores con el público, sin contar con la correspondiente autorización de la autoridad competente así como en aquellos casos en que la información proporcionada por las empresas clasificadoras de riesgo no se ajuste a la realidad.
9. Por el menor costo que implica una emisión de acciones en comparación con la emisión de bonos corporativos, se sugiere realizar un estudio de empresas potenciales, que se encuentren dentro de nuestro territorio, que estén dispuestas a realizar ofertas públicas primarias de acciones.
10. La prioridad es hacer más competitivo y atractivo las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, principalmente desde dos ángulos :
 - Costo (por el lado de la oferta de instrumentos financieros).
 - Liquidez (por el lado de la demanda de instrumentos financieros).

En ese sentido, resulta necesario que CONASEV evalúe la simplificación de los trámites de inscripción y autorización de emisiones con la finalidad de reducir el tiempo de aprobación. Asimismo, es importante simplificar los trámites y costos de transacción en la preparación de las emisiones privadas.

Además, se debe evaluar y definir incentivos tributarios tanto para los emisores como para los inversionistas, que promuevan la oferta y demanda de ofertas públicas primarias de bonos corporativos.

BIBLIOGRAFÍA

1. ALONSO ESPINOSA Francisco José, Mercado Primario de Valores Negociables; José María Bosh Editor, Barcelona 1994.
2. ARIAS-SCHREIBER PEZET Max, Contratos Modernos; Tomo II, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 1997.
3. ARIAS-SCHREIBER PEZET Max – GUTIÉRREZ Walter, La Técnica Contractual; Tomo III, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 1997.
4. AYALA ESPINO José, Instituciones y Economía; Editorial Fondo de Cultura Económica, 396 páginas, México 2004.

5. AYALA ESPINO José, Instituciones para mejorar el Desarrollo; Editorial Fondo de Cultura Económica, 448 páginas, México 2003.
6. BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, Memoria Anual 2008.
7. BARTOLOMÉ LABORDA Rafael, La Bolsa en el Mundo, Ediciones Deusto S.A., España 1980.
8. BEAUMONT CALLIRGOS Ricardo – CASTELLARES AGUILAR Rolando, Comentarios a la Nueva Ley de Títulos Valores; Editorial Gaceta Jurídica, Lima 2000.
9. BOLOÑA BEHR Carlos, Cambio de Rumbo; Sexta edición, Edit. e Imp. Vargas S.A., Publicación del Instituto de Economía de Libre Mercado, 252 páginas, Lima 1995.
10. BRAVO MELGAR Sidney, “Underwriting” en Contratos Modernos, Editora Fecat, Lima 1995.
11. BROSETA PONT Manuel, Manual de Derecho Mercantil; Editorial Tecnos, Madrid 1983.
12. CASTELLARES Rolando – DÍAZ Enrique – ROCCA Lilian – VARGAS Julio, El ABC del Mercado de Capitales; Universidad San Ignacio de Loyola, 165 páginas, Lima 1998.
13. CEAL - Center for the Economic Analysis of Law Washington D.C. (Centro para el Análisis Económico de Leyes), Las Pequeñas y Medianas Empresas y sus Garantías; Octubre 2004.
14. CÓDIGO CIVIL. Fecha 19 de Noviembre de 1984.
15. COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES, Memorias 2003-2008.
16. COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES, Gerencia de Investigación y Desarrollo, Viabilidad de incorporación de nuevos emisores al mercado de valores: Pequeñas y medianas empresas. Febrero de 2001.
17. CONSTITUCIÓN POLÍTICA DEL PERÚ 1993. Ratificada en el Referéndum del 31 de octubre de 1993.
18. COSTA Luis - FONT Monserrat, Nuevos Instrumentos Financieros en la Estrategia Empresarial, Segunda edición, Editorial ESIC, 531 páginas, Madrid 1992.
19. DE LA TORRE Augusto – SCHMUKLER Sergio, Mercados de capitales emergentes; Banco Mundial en coedición con Mayol Ediciones S.A., 260 páginas, Colombia 2008.
20. DIETERICH STEFFAN Heinz, Nueva Guía para la Investigación Científica, Fondo Editorial UCH, 221 páginas, Lima 2008.
21. ELÍAS Enrique, Derecho Societario Peruano; Editora Normas Legales S.A.C., 1019 páginas, Trujillo 1999.
22. FABOZZI Frank - MODIGLIANI Franco - FERRI Michael, Mercados e Instituciones Financieras; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A., 698 páginas, México 1996.

23. FARINA Juan M., Contratos Comerciales Modernos; Segunda Edición, Editorial Astrea, Ciudad de Buenos Aires, 830 páginas, 1997.
24. FERNÁNDEZ BACA Jorge, Teoría y Política Monetaria, Primera edición, Universidad del Pacífico, Lima 2008.
25. FERNÁNDEZ FLORES Francisco, Inversiones Extranjeras y Valores Mobiliarios; Madrid 1980.
26. FERRERO Guillermo – BOISSET Rafael, El Contrato de Emisión y Suscripción de Obligaciones. En Tratado de Derecho Mercantil – Tomo III, Gaceta Jurídica S.A., Lima 2008.
27. FRANK Robert H, Microeconomía y Conducta; Editorial McGraw-Hill, 796 páginas, España 1992.
28. FRIEDMAN Milton, Economía Monetarista; Editorial Gedisa S.A., 207 páginas, España 1992.
29. GARCÍA KILROY Catiana, Apuntes para la Liquidación de Valores, San José, Costa Rica, 1998.
30. GARRIGUES Joaquín, Curso de Derecho Mercantil; Tomo III, Editorial Temis, Bogotá, Colombia 1987.
31. GORDON Alexander, Fundamentos de Inversiones: Teoría y Práctica; Tercera edición, Editorial Pearson Educación, México 2003.
32. GRADOS Pedro - CHÁVEZ Tatiana - ZÚÑIGA Magaly, La Bolsa. Instrumentos para la toma de Decisiones; Segunda edición, Universidad de Lima, 168 páginas, Lima 1994.
33. GRADOS Pedro - CHÁVEZ Tatiana - ZÚÑIGA Magaly, La Bolsa. Principios Básicos; Tercera edición, Universidad de Lima, 191 páginas, Lima 1994.
34. HAKANSSON NIETO Carlos, Curso de Derecho Constitucional; Palestra Editores, 490 páginas, Lima 2009.
35. HUAMÁN SOTO Pacífico, Teoría y Política Monetaria; Cuarta edición, 226 páginas, Lima 1992.
36. HUNDSKOPF EXEBIO Oswaldo, El Contrato de Transferencia de Acciones. En Tratado de Derecho Mercantil – Tomo III, Gaceta Jurídica S.A., Lima 2008.
37. KEIL ROJAS Roberto, Lecciones de Derecho Monetario; Segunda edición, Rentería Editores SAC, 287 páginas, Lima 2004.
38. KEYNES John Maynard, Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero; Primera edición en español, Editorial Fondo de Cultura Económica, 413 páginas, México 1943.
39. KRUGMAN Paul, De Vuelta a la Economía de la Gran Depresión y la Crisis del 2008; Grupo Editorial Norma, 196 páginas, Colombia 2009.
40. LEY DE LA GARANTÍA MOBILIARIA, Ley N° 28677. Fecha 01/03/2006.
41. LEY DEL MERCADO DE VALORES, Decreto Legislativo N° 861. Fecha 22/10/1996.
42. LEY DEL MERCADO DE VALORES DE CHILE. Ley N° 18.045 de Mercado de Valores. Publicada en el Diario Oficial de fecha 22 de octubre de 1981 y sus modificatorias posteriores.

43. LEY DEL MERCADO DE VALORES DE MÉXICO. Publicada el 30 de diciembre de 2005 en el Diario Oficial de la Federación (DOF) la nueva Ley del Mercado de Valores misma que entro en vigor a partir del 28 de junio de 2006.
44. LEY DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA. Ley 964 de 2005 y del Decreto Reglamentario 1565 de 2006.
45. LEY DEL MERCADO DE VALORES DE ESPAÑA. Ley 24/1988 del 28 de julio de 1988 del mercado de valores.
46. LEY DEL MERCADO DE VALORES DE ARGENTINA. Ley 17.811 – Dec. 677/01 del 16 de julio de 1968. Reformada por ley 24.241 del 13-10-93
47. LEY DEL MERCADO DE VALORES DE ECUADOR. Ley No. 107 del 8 de diciembre de 1998.
48. LEY DE TÍTULOS VALORES, Ley N° 27287. Fecha 19/06/2000.
49. LEY GENERAL DE SOCIEDADES, Ley N° 26887. Fecha 09/12/1997.
50. LEY GENERAL DEL SISTEMA FINANCIERO Y DEL SISTEMA DE SEGUROS Y ORGÁNICA DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS, Ley N° 26702. Fecha 09/12/1996.
51. LÓPEZ Rafael – SOUSA Lorenzo, Banca de Inversión en el Perú; Publicaciones Universidad de Piura, 288 páginas, Piura 1996.
52. MACROCONSULT, Desarrollo de mecanismos que faciliten el acceso de nuevos emisores al Mercado de Valores; Estudio realizado en el mes de setiembre de 2004.
53. MARTÍN MATO Miguel Ángel, Mercado de Capitales; Editorial Thomson, Argentina 2007, 230 páginas.
54. MÉNDEZ ÁLVAREZ Carlos Eduardo, Metodología; Cuarta edición, Editorial McGraw-Hill, 357 páginas, Colombia 2006.
55. MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS, Resultado de Consulta Ciudadana: Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores; 116 páginas, Lima 23 de mayo de 2001.
56. MOCHÓN MORCILLO Francisco - ISIDRO APARICIO Rafael, Diccionario de Términos Financieros y de Inversión; Editorial McGraw-Hill, 414 páginas, España 1995.
57. MONTOYA MANFREDI Ulises – MONTOYA ALBERTI Hernando, Derecho Comercial. Contratos Mercantiles. Contratos Modernos. Legislación complementaria; Tomo III; Editora Jurídica Grijley E.I.R.L., Lima 2004.
58. MONTOYA MANFREDI Ulises – MONTOYA ALBERTI Ulises – MONTOYA ALBERTI Hernando, Comentarios a la Ley de Títulos Valores; Editora Jurídica Grijley, Lima 2005.
59. MONTOYA MANFREDI Ulises – MONTOYA ALBERTI Hernando, Derecho Comercial. Contratos Mercantiles. Contratos Modernos. Legislación complementaria; Tomo III; Editora Jurídica Grijley E.I.R.L., Lima 2006.
60. MONTOYA ALBERTI Hernando (coordinador de Tomo II), Tratado de Derecho Mercantil Tomo II; Gaceta Jurídica, Lima 2004.
61. MONTOYA ALBERTI Hernando, Nueva Ley de Títulos Valores; Gaceta Jurídica, Lima Julio 2000.

62. NAISBITT John – ABURDENE Patricia, Mega Tendencias 2000; Grupo Editorial Norma, 302 páginas, Colombia 1990.
63. NORIEGA NAIRN Fernando, La Bolsa de Valores, Instituciones e Instrumentos del Mercado de Valores Peruano, Primera edición, Universidad de San Martín de Porres, 236 páginas, Lima 1 998.
64. NORTH C. Douglass, Para Entender el Proceso de Cambio Económico; Grupo Editorial Norma, 261 páginas, Colombia 2007.
65. NORTH C. Douglass, Instituciones, Cambio Institucional y Desempeño Económico; Primera edición en español, Editorial Fondo de Cultura Económica, 190 páginas, México 1993.
66. PERÚ:THE TOP 10,000 COMPANIES, Las Top 10,000 del 2007; Perú Top Publications SAC., Lima 2008.
67. RAMOS GASCÓN Francisco Javier, Régimen Jurídico de los Valores; Bolsa de Madrid, España 1997.
68. REAL ACADEMIA ESPAÑOLA, Diccionario de la Lengua Española; Vigésima segunda edición, Q. W. Editores SAC, 2005.
69. REVISTA ACTUALIDAD JURÍDICA N° 148 – Marzo 2006, Edición de GACETA JURÍDICA, Efectos de la Garantía Mobiliaria en el Crédito Bancario. Artículo de Rolando Castellares Aguilar, páginas 17-22.
70. Revista ACTUALIDAD JURÍDICA N° 148 – Marzo 2006, Edición de GACETA JURÍDICA, Aspectos Registrales de la Ley de Garantía Mobiliaria. Artículo de Luis Alberto Aliaga Huaripata, páginas 23-30.
71. Revista de Bancos y Empresas, Marco Legal e Institucional de Garantías Reales Mobiliarias en Países de la Región; Nuria de la Peña. Editorial Depalma, Argentina.
72. REVISTA DE DERECHO THEMIS 40, La Oferta Pública Primaria de Valores; páginas 71-85. Piaggio Torre Tagle Ezio.
73. REVISTA IBEROAMERICANA DE MERCADOS DE VALORES N° 6, Tema: El Mercado de valores como Fuente Alternativa de Financiamiento para la Pequeña y Mediana Empresa en el Perú; julio 2002.
74. REVISTA SEMANA ECONÓMICA. Directora María Mercedes Cuéllar. Fecha de publicación 04/04/2007.
75. REVISTA VALORES N° 37 - CONASEV, Propuesta para Desarrollar el Mercado de valores, Abril 2001.
76. REVISTA VALORES N° 45 - CONASEV, Qué se necesita conocer para emitir en el Mercado de valores, Febrero 2001.
77. RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir – BAO GARCÍA Raúl E. – CÁRDENAS LUCERO Luis, Formulación y Evaluación de Proyectos; Editorial LIMUSA S.A., 454 páginas, México 2008.
78. RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir – TRUJILLO ACOSTA Juan E., Lecciones de Economía para Ingenieros; Facultad de Ingeniería y Arquitectura – Universidad de San Martín de Porres, 446 páginas, Lima 2004.

79. RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir, Diccionario Bursátil, Económico y Financiero; Impreso por IGMontero, 410 páginas, Lima 1998.
80. ROEMER Andrés, Introducción al Análisis Económico del Derecho; Editorial Fondo de Cultura Económica, 114 páginas, México 1994.
81. RUBIO CORREA Marcial, Para conocer la Constitución de 1993; Segunda edición, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 325 páginas, Lima 2009.
82. SACHS Jeffrey - LARRAIN Felipe, Macroeconomía en la Economía Global; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 790 páginas, México 1994.
83. SANCHEZ CALERO, Fernando, Instituciones de Derecho Mercantil; Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid 1986.
84. SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, EL Mercado de Valores en el Perú; Editores Cultural Cusco S.A., Lima 2002.
85. SILVA VALLEJO José Antonio, Teoría General de los Títulos Valores; Cultural Cuzco, Lima 1989.
86. SOLIMANO Andrés - TANZI Vito - DEL SOLAR Felipe, Las Termitas del Estado; Editorial Fondo de Cultura Económica, 144 páginas, Chile 2008.
87. SOLIS ESPINOZA Jorge Alfredo, Temas sobre Derecho Cartular; Idemsa, Lima 1995.
88. STIGLITZ Joseph E., Economía del Sector Público; Antoni Bosch Editores, Barcelona 1988.
89. STIGLITZ Joseph E., El Malestar de la Globalización; Santillana Ediciones Generales, 447 páginas, Argentina 2002.
90. STIGLITZ Joseph E., Los Felices 90. La Semilla de la Destrucción; Santillana Ediciones Generales, 415 páginas, Argentina 2003.
91. SUÁREZ SUÁREZ Andrés S., Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa; Ediciones Pirámide S.A., 931 páginas, Madrid 1996.
92. SUÁREZ SUÁREZ Andrés S., Diccionario de Economía y Administración; Editorial McGraw-Hill, 383 páginas, España 1992.
93. SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS, Tiempo de Ejecución de Garantías y su Impacto en el Mercado Crediticio, Febrero de 2002.
94. TEXTO ÚNICO ORDENADO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES, Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Fecha 15/06/2002.
95. TOLA NOSIGLIA José, El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú; Editorial Mass Comunicación SRL, 589 páginas, Lima 1994.
96. TORRES VEGA José Luis, Emisión de Obligaciones en el Régimen Legal del Perú; Editorial Cuzco S.A., Lima 2002.
97. VAN HORNE James - WACHOWICZ John Jr., Fundamentos de Administración Financiera; Octava edición, Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 860 páginas, México 1994.

98. VIVANTE, César, Tratado de Derecho Mercantil; Volumen III, Editorial Reus, Madrid 1936.
99. WESTON J. Fred – BRIGHAM Eugene F., Fundamentos de Administración Financiera; Décima edición, Editorial McGraw-Hill, México 1994.
100. WITKER VELÁSQUEZ Jorge, Introducción al Derecho Económico; McGraw-Hill interamericana Editores S.A., 708 páginas, México 2008.
101. ZERVOS Sara, The Transactions Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile and Mexico; World Bank Policy Research Working Paper No. 3424, Octubre de 2004.

DIRECCIONES ELECTRÓNICAS

- <http://www.conasev.gob.pe>. (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores)
- <http://www.bvl.com.pe>. (Bolsa de Valores de Lima)
- <http://www.bloomberg.com>
- <http://www.mef.gob.pe> (Ministerio de Economía y Finanzas)
- <http://www.bcrp.gob.pe>. (Banco Central de Reserva del Perú)

ANEXO N° 01

COLOCACIÓN ANUAL DE LAS OFERTAS PÚBLICAS POR EMISOR Y TIPO DE MONEDA : 2003 - 2008

(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
A. ACCIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	13,462	64,621	-	-
Credititulos Sociedad Titulizadora ^{1f.}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	64,621	-	-
Intergroup Financial Services Corp (*)	-	-	-	-	-	-	-	-	13,462	-	-	-
B. BONOS												
- B. CORPORATIVOS	395,847	1,169,935	430,551	871,160	296,098	1,158,295	478,000	2,093,030	192,507	2,246,215	85,229	1,823,040

Alicorp S.A.A.	5,000	-	5,000	-	-	-	-	-	63,700	-	-	
Banco de Crédito del Perú	-	-	-	20,000	-	120,000	-	151,000	-	150,000	410,000	
Banco Financiero del Perú	-	-	-	100,800	-	-	-	-	-	5,650	-	
Banco Ripley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100,050	
BBVA Banco Continental	-	-	48,840	-	-	70,000	-	130,000	48,502	40,000	60,000	
Cementos Lima S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	160,000	60,000	
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Citibank del Perú S.A.	-	-	-	-	-	-	10,000	100,000	-	-	-	
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	-	-	4,000	-	3,000	-	3,000	-	-	-	-	
Compañía Minera Atacocha S.A.	-	-	10,000	-	-	-	-	-	-	-	-	
Consortio Transmantaro S.A.	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Corporación Andina de Fomento -CAF	-	-	-	-	-	-	-	248,400	-	-	-	
Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	-	-	-	-	-	50,000	-	193,600	-	60,000	36,870	
Corporación Financiera Internacional - IFC	-	-	-	50,000	-	100,000	-	-	-	-	-	
Corporación José R. Lindley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	138,410	
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	40,000	-	-	-	75,000	113,890	-	-	-	-	-	
Edegel S.A.A.	-	250,000	20,000	50,000	20,000	153,070	-	80,000	8,000	195,000	19,720	
Edelnor S.A.A.	-	40,000	-	150,000	-	60,000	-	168,450	-	150,000	198,465	
Edyficar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25,000	30,000	
Electroandes S.A.	70,000	104,460	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	-	-	-	-	32,000	-	-	-	-	-	-	
Enersur	-	-	-	-	-	-	-	-	-	120,700	10,000	
Ferreyros S.A.A.	15,000	-	15,000	-	25,000	-	10,000	-	40,000	-	33,000	
Financiera Cordillera S.A.	-	-	-	-	5,000	17,105	5,000	48,390	-	-	-	
Gloria S.A.	3,000	52,125	-	35,000	-	122,000	-	40,000	-	240,000	-	
Graña Y Montero S.A.A	-	-	7,711	-	-	-	-	-	-	-	-	
Luz del Sur S.A.A.	-	173,970	-	138,760	-	85,020	-	167,060	-	154,050	70,800	
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	-	30,000	-	-	-	-	-	-	10,000	60,000	30,000	
Minera Barrick Misquichilca S.A.	-	-	-	-	50,000	-	-	50,000	-	-	-	
Minera Yanacocha S.R.L.	-	-	-	-	-	-	100,000	-	-	-	-	
Palmas del Espino	-	-	-	-	-	-	-	-	-	88,500	16,859	
Pluspetrol Camisea S.A.	-	-	-	-	-	-	150,000	-	-	-	-	
Pluspetrol Norte S.A.	-	-	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	
Quimpac S.A.	-	-	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ransa Comercial S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	7,000	-	-	
Red de Energía del Perú S.A.	30,000	69,540	50,000	-	-	-	-	-	60,000	-	-	
Saga Falabella S.A.	-	-	-	-	-	-	-	90,000	-	25,000	-	
Scotiabank Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56,660	250,000	
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	-	-	-	-	-	-	90,000	-	-	-	-	
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	-	55,000	-	30,000	-	-	-	-	-	-	-	
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Supermercados Peruanos S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	19,005	21,540	-	
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847	273,190	-	60,000	-	238,250	-	404,130	-	596,065	276,040	
Telefónica Móviles S.A.	-	-	-	-	-	-	60,000	272,000	-	-	-	
Transportadora de Gas del Perú S.A.	-	-	200,000	236,600	71,098	28,960	-	-	-	-	-	
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	25,000	87,050	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Universidad San Martín De Porres	-	-	-	-	15,000	-	-	-	-	-	-	
Yura S.A.	-	34,600	-	-	-	-	-	-	-	40,000	50,000	
- B. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	137,840	45,000	35,036	-	114,000	-	61,000	-	94,625	50,000	158,342	354,640
América Leasing S.A.	10,000	-	21,000	-	29,000	-	38,000	-	33,000	35,000	22,000	73,000
Banco Santander Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27,650	-	-
Banco de Crédito del Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	34,625	15,000	-	100,000
Banco Interamericano de Finanzas	20,000	-	-	-	-	-	20,000	-	10,000	-	20,000	-
Banco Internacional del Perú S.A.A.- Interbank	30,000	-	-	-	15,000	-	-	-	-	-	-	-
Banco Sudamericano S.A.2/	7,840	-	-	-	30,000	-	-	-	-	-	-	-
Crédito Leasing S.A.	70,000	45,000	14,036	-	40,000	-	-	-	7,000	-	83,492	45,190
interbank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	136,450
Leasing Total S.A.	-	-	-	-	-	-	3,000	-	-	-	5,200	-
Scotiabank Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	10,000	-	-	-
- B. ESTRUCTURADO	-	-	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco de Crédito del Perú	-	-	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- B. HIPOTECARIOS	-	-	25,000	-	15,000	-	-	-	15,000	-	-	-
Banco Interamericano de Finanzas	-	-	15,000	-	5,000	-	-	-	15,000	-	-	-
Banco Internacional del Perú S.A.A.- Interbank	-	-	10,000	-	10,000	-	-	-	-	-	-	-
- B. SUBORDINADOS	45,000	-	-	-	-	-	-	-	40,000	160,000	50,000	235,000
Banco Continental	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50,000	-	-
Banco de Crédito del Perú	25,000	-	-	-	-	-	-	-	-	15,000	-	-
Banco Internacional del Perú S.A.A.- Interbank	15,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBVA Banco Continental	-	-	-	-	-	-	-	-	40,000	95,000	20,000	125,000
Interbank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30,000	110,000	-
Interseguro Compañía de Seguros de Vida	5,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- B. DE TITULIZACIÓN	91,400	-	142,935	52,200	241,000	80,000	50,000	210,000	40,000	231,000	-	95,000
Continental Sociedad Titulizadora - @VE	-	-	-	-	50,000	-	50,000	-	-	-	-	-
Continental Sociedad Titulizadora.(BBVA Banco Continental)	20,000	-	-	-	-	-	-	-	25,000	-	-	-
Credítulos Sociedad Titulizadora (Credibolsa)	10,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Credítulos Sociedad Titulizadora (Financiera CMR)	-	-	-	-	-	80,000	-	40,000	15,000	86,000	-	45,000
Credítulos Sociedad Titulizadora (HOCP)	-	-	-	-	150,000	-	-	-	-	-	-	-

Interitulos Sociedad Titulizadora S.A. (Cineplex)	-	-	-	-	8,000	-	-	-	-	-	-	-
Interitulos Sociedad Titulizadora S.A. (Drokasa)	-	-	-	-	25,000	-	-	-	-	-	-	-
Interitulos Sociedad Titulizadora S.A.(Graña y Montero)	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interitulos Sociedad Titulizadora S.A. (Centura SAB)	11,400	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interitulos Sociedad Titulizadora S.A. (Supermercados Peruanos)	-	-	35,000	-	8,000	-	-	-	-	35,000	-	-
Scotia Sociedad Titulizadora S.A. ^{2/} (Aguaytía, Eteselva Y Termoselva)	-	-	107,935	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Scotia Sociedad Titulizadora S.A. ^{2/} (Municipalidad de Lima)	-	-	-	-	-	-	-	50,000	-	110,000	-	50,000
Scotia Sociedad Titulizadora S.A. ^{2/} (Wong & Metro)	-	-	-	52,200	-	-	-	120,000	-	-	-	-
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	205,500	345,000	108,760	115,000	162,589	449,805	134,503	131,665	200,389	201,180	77,660	209,140
Alicorp S.A.A.	58,000	105,000	50,000	20,000	26,000	140,000	23,000	75,000	15,000	40,000	34,000	-
Compañía Industrial Nuevo Mundo	-	-	-	-	-	-	-	-	2,000	-	-	-
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	-	-	5,000	-	5,000	-	7,500	-	-	-	-	-
Compañía Universal Textil S.A.	-	-	-	-	-	-	2,500	-	5,000	-	-	-
Corporación Aceros Arequipa S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	63,700	-	-
Corporación Miski S.A.	-	-	500	-	3,742	-	2,736	-	6,952	-	4,382	-
Creditex S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	7,000	-	-	-
Ferreyros S.A.A.	6,000	-	-	-	-	-	30,000	-	-	-	-	-
Graña Y Montero S.A.A	-	-	-	-	-	-	-	5,000	4,000	-	14,000	-
MetalprenS.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	2,500	-	-	-
Nissan Maquinarias S.A.	-	-	2,500	-	15,000	-	19,000	-	23,500	10,000	7,000	10,000
Palmas del Espino S.A.	12,500	-	2,500	-	-	-	10,000	-	14,500	-	13,878	-
Pesquera Exalmar S.A.	-	-	-	-	4,500	-	5,000	-	-	-	-	-
Quimpac S.A.	15,000	-	10,000	-	15,000	-	17,500	-	2,500	-	-	-
Ransa Comercial S.A.	14,500	-	13,260	-	12,910	-	5,500	-	5,500	-	4,400	29,740
Refinería La Pampilla S.A.	25,000	-	25,000	-	80,437	59,620	9,333	34,665	78,450	-	-	-
Saga Falabella S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31,500	-	100,000
Supermercados Peruanos S.A.	-	-	-	-	-	17,000	-	17,000	-	-	-	-
Telefónica del Perú S.A.A.	44,500	240,000	-	95,000	-	233,185	-	-	25,000	53,480	-	40,000
Telefónica Móviles S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,000
Tiendas EFE S.A.	-	-	-	-	-	-	2,434	-	5,487	2,500	-	14,400
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	30,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zinc Industrial Nacionales S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	3,000	-	-	-
D. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO NEGOCIABLES	-	441,700	3,000	604,870	-	439,009	13,000	273,017	5,000	365,000	-	245,000
Banco de Crédito del Perú	-	93,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Falabella	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30,000	-	140,000
Banco Wiese Sudameris S.A.A. ^{3/}	-	-	-	-	-	35,000	-	-	-	-	-	-
Banco Interamericano de Finanzas	-	-	-	-	-	5,000	-	-	-	-	-	-
Banco Ripley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40,000
BBVA Banco Continental	-	-	-	276,760	-	77,500	-	14,375	-	-	-	-
Financiera CMR S.A. ^{4/}	-	168,700	-	163,110	-	146,509	-	158,708	-	140,000	-	-
Financiera Cordillera S.A.	-	105,000	-	100,000	-	100,000	-	99,934	-	150,000	-	-
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	-	-	3,000	10,000	-	75,000	13,000	-	5,000	45,000	-	65,000
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	-	75,000	-	55,000	-	-	-	-	-	-	-	-
COLOCACIONES DE OFERTA PÚBLICA	875,587	2,001,635	765,282	1,643,230	828,687	2,127,109	736,503	2,707,712	600,983	3,318,016	371,231	2,961,820

Fuente: CONASEV - Memoria Anual 2008

ANEXO N° 02

ESTADOS FINANCIEROS DE EMPRESAS QUE REALIZARON OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS (En miles de unidades monetarias)

Empresa	Año de EEFF	Mon.	Activo Cte	Activo No Cte	Pasivo Cte	Pasivo No Cte	Patri	Vtas Netas	Costo de Vta	UTIL BRUTA	UTIL NETA
BCP	2008	S./	10,656	41,893	36,890	11,559	4,100	3,576	(1,613)	1,964	1,334
COFIDE	2008	S./	1,248	3,725	1,523	1,626	1,823	242	(201)	40	53
Banco Ripley	2008	S./	51	1,027	474	414	191	380	(87)	293	65
BBVA	2008	S./	6,923	26,536	20,939	10,288	2,233	2,576	(949)	1,627	724
Cementos Lima S.A.	2008	S./	346	1,427	331	427	1,015	970	(479)	491	188
Corporación José R. Lindley	2008	S./	266	857	366	313	444	1,220	(828)	393	31
Edegel S.A.A.	2008	S./	365	4,546	597	2,115	2,199	1,149	(847)	302	112
Edelnor S.A.A.	2008	S./	329	2,057	420	1,125	841	1,439	(1,030)	409	154
Yura S.A.	2008	S./	326	456	223	70	488	448	(237)	211	137
Enersur	2008	USD	133	437	87	279	204	446	(273)	173	94
Luz del Sur	2008	USD	280	1,889	417	791	961	1,447	(1,003)	444	219
Banco Financiero	2008	S./	349	2,296	1,614	737	295	310	(118)	192	32
Palmas del Espino	2008	S./	252	575	165	166	497	82	(34)	48	55
Ferreyros	2008	S./	1,241	637	868	473	538	1,908	(1,485)	423	80
Edificar	2008	S./	89	612	279	323	99	168	(36)	132	29
Mi Banco	2008	S./	346	2,660	793	1,958	255	589	(124)	465	85
Scotiabank	2008	S./	5,090	19,461	17,176	4,894	2,480	1,986	(634)	1,352	599
Telefonica	2008	S./	1,257	8,212	2,114	3,399	3,955	3,756	(1,689)	2,067	477
alicorp	2007	S./	1,018	1,180	741	149	1,307	2,505	(1,850)	655	121
citibank	2006	S./	521	2,377	1,816	598	484	364	(103)	261	36
Trutex	2006	S./	198	171	104	47	218	279	(224)	55	16
Pacasmayo	2003	S./	93	735	72	315	442	254	(94)	159	55
Atacocha	2004	S./	79	317	71	118	208	267	(132)	135	57
Transmantaro	2003	usd	7	144	6	93	53	26	(10)	17	4
Financiera Internacional	2004	usd	10	22	16	8	8	1	()	1	1
duke	2005	S./	141	1,172	63	691	559	355	(169)	185	65
electroandes	2003	S./	72	935	24	428	554	166	(55)	111	52
cahua	2005	S./	47	269	21	144	151	76	(55)	22	1
gloria	2007	S./	704	1,120	458	347	1,019	1,810	(1,370)	440	181
graña	2004	S./	332	363	263	226	206	834	(692)	142	18
barrick	2006	usd	424	607	174	282	575	961	(153)	807	420
yanacocha	2006	usd	599	1,224	225	397	1,201	1,636	(536)	1,100	568
pluspetrol	2006	usd	198	166	26	172	166	189	(94)	95	63
quimpac	2004	S./	189	331	161	142	217	336	(272)	64	13
ransa	2007	S./	82	679	109	46	607	248	(213)	34	42
red del peu	2007	usd	32,178	342,555	27,159	187,284	160,290	70,733	(28,852)	41,881	17
saga	2007	S./	371	342	361	88	264	1,290	(925)	366	77
cerro v erd	2006	USD	527	1,124	164	206	1,281	668	(140)	527	445
SOLUCION FINANCIERA	2004	S./		14	14	-	14	23	(3)	20	(1)
SOUTHER	2003	S./	1,660	3,418	534	1,242	3,301	2,809	(1,656)	1,152	550
supermercados	2007	S./	274	519	384	176	233	1,313	(991)	323	12
telefonica moviles	2006	S./	1,049	1,441	1,138	489	863	1,837	(1,810)	27	43
transportadora	2005	usd	124,275	796,640	43,554	661,566	215,795	179,670	(64,717)	114,953	24
backus	2003	S./	423	2,022	385	451	1,609	1,070	(394)	676	251
san martin	2005	S./	51	371	59	65	298	233	(129)	104	15

RESUMEN DEL PROSPECTO MARCO GLORIA S.A.

Fecha 10/06/2005

1. **Emisor.-** Gloria S.A.
2. **Denominación del programa.-** Segundo Programa de Bonos Corporativos y Papeles Comerciales de Gloria S.A.
3. **Monto.-** Hasta por un importe máximo vigente en circulación de US\$ 60'000,000 (sesenta millones y 00/100 dólares).
4. **Valor nominal.-** Los Valores tendrán un valor nominal de US\$1,000 (un mil y 00/100 Dólares) cada uno.
5. **Precio de colocación.-** Se podrán colocar a la par, sobre o bajo la par.
6. **Clase.-** Los Valores serán nominativos, indivisibles y libremente transferibles, y estarán representados por anotaciones en cuenta en el registro contable que mantiene CAVALI ICLV S.A., institución de compensación y liquidación de valores debidamente autorizada por la CONASEV.
7. **Plazo.-** Cuatro (4) años contados a partir de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV..
8. **Garantías.-** Los Valores no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor, estando respaldados genéricamente con su patrimonio.
9. **Destino de los recursos.-** Se utilizarán para el financiamiento de las necesidades de corto y largo plazo del Emisor u otros fines.
10. **Mercado secundario.-** Podrán ser negociados en la Rueda de Bolsa de Valores de Lima.
11. **Estructurador.-** Citibank del Perú S.A.
12. **Agente colocador.-** Citicorp Perú S.A., SAB
13. **Representante de Obligacionistas.-** Centura Sociedad Agente de Bolsa S.A.

COLOCACIÓN ANUAL DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS POR EMISOR Y TIPO DE MONEDA : 1991 - 1996

(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	1991		1992		1993		1994		1995		1996	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
Bakelita y Anexos S.A.									4,000	9,008		
Carbolan S.A.									4,000	9,008		
Cía. Arequipa de Importaciones S.A. (CARSA)							4,000	8,772				
Cía. Cervecería del Sur del Perú S.A. - CERVESUR									22,202	50,000		
Cía. de Minas Buenaventura S.A.									25,000	56,300		
Cía. Industrial Perú Pacífico S.A.							10,000	21,930				
Cía. Minera Poderosa S.A.									15,000	33,780		
Consortio de Alimentos Fabril Pacífico S.A.									39,980	90,036	61,249	150,000
Consortio Textil del Pacífico S.A.									5,000	11,260		
Corporación Sagitario S.A.									2,000	4,504		
D'onofrio S.A.									4,440	10,000		
Embotelladora Lima S.A.							10,000	21,930				
Empresa Distrib. Eléctrica Lima-Norte - EDELNOR									8,881	20,000		
Enrique Ferreyros S.A.					5,000	9,925			10,000	22,520		
Fabricantes Electrónicos del Sur S.A. (FESSA S.A.)	1,000	774			12,000	23,820	10,000	21,930				
Fima S.A.											8,000	19,592
Gloria S.A.											40,833	100,000
Graña y Montero Edificaciones S.A.											15,000	36,735
Hogar S.A.									5,000	11,260		
Industrias Pacocha S.A.									10,000	22,520		
Luz del Sur S.A.									22,202	50,000		
Panamericana Televisión S.A.									15,000	33,780		
Pesquera Austral S.A.											55,000	134,695
Telefónica del Perú S.A.											102,082	250,000
Universal Textil S.A.											6,125	15,000
Volvo Perú S.A.							20,000	43,860				
TOTAL MONTO COLOCADO	1,000	774	0	0	17,000	33,745	54,000	118,422	192,705	433,976	288,289	706,022

Valorización al tipo de cambio promedio anual del mercado Informal

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores - CONASEV

ANEXO N° 05

COLOCACIÓN ANUAL DE LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS POR EMISOR Y TIPO DE MONEDA : 1997 - 2002

(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
Alicorp S.A.	54,125	144,000										
Banco de Crédito del Perú									17,123	60,000	56,899	200,000
Cementos Lima S.A.	60,000	159,630										
Cementos Yura S.A.	40,000	106,420										
Centros Comerciales del Perú S.A.	12,000	31,926	20,000	58,530								
Cía. Universal Textil									7,135	25,000		
Consorcio Agua Azul									45,000	157,680		
Consorcio Inmobiliaria Los Portales S.A.	5,000	13,303			5,000	16,908						
Consorcio Transmantaro									30,000	105,120		
Corporación Financiera de Desarrollo S.A.					87,237	295,000	45,872	160,000	45,662	160,000		
EDEGEL S.A.A.					50,000	169,080	80,000	279,040	28,539	100,000	28,450	100,000
EGENOR			60,000	175,590								
Empresa Distrib. Eléctrica Lima-Norte - EDELNOR	54,990	146,300	15,000	43,898					51,370	180,000	19,915	70,000
Enrique Ferreyros S.A.					30,000	101,448					30,000	105,450
Fima S.A.												
Gloria S.A.							14,335	50,000	20,000	70,080	25,000	87,875
Graña y Montero Edificacs. S.A.			25,000	73,163								
Graña y Montero S.A.			25,000	73,163								
Grupo Sindicato Pesquero del Perú S.A. (SIPESA)	30,000	79,815					65,000	226,720				
Inversiones Centenario S.A.	25,000	66,513									18,000	63,720
Luz del Sur S.A.							25,000	87,200	50,000	175,200	25,000	87,875
Medifarma S.A.	7,000	18,624										
Mi Banco											5,690	20,000
Nuevo Mundo Soc. Adm. de Fondos de Inversión					7,000	23,671						
Procacao S.A.					6,000	20,290						
Ransa Comercial S.A.	13,155	35,000							3,000	10,512		
Siderperu S.A.					30,000	101,448						
Southern Cone Power Perú S.A.											50,000	175,750
Southern Perú Limited	50,000	133,025					50,000	174,400	100,000	350,400		
Telefónica del Perú S.A.	88,329	235,000	101,256	296,325	85,058	287,632	20,069	70,000	125,856	441,000	77,717	273,175
Unión de Cervecerías Backus y Johnston S.A.	37,587	100,000					75,123	262,030				
Yura S.A.											24,225	85,150
TOTAL MONTO COLOCADO	477,186	1,269,556	246,256	720,669	300,295	1,015,477	375,399	1,309,390	523,685	1,834,992	360,896	1,268,995

Valorización al tipo de cambio promedio anual del mercado informal

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

ANEXO N° 06

EMPRESAS QUE COLOCARON MAYORES MONTOS EN DÓLARES
(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000					
Electroandes S.A.	70,000					
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847					
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000					
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	40,000					
Transportadora de Gas del Perú S.A.		200,000				
Pluspetrol Norte S.A.		50,000				
Red de Energía del Perú S.A.		50,000				
BBVA Banco Continental		48,840				
Edegel S.A.A.		20,000				
Duke Energy Egenor S. en C.por A.			75,000			
Transportadora de Gas del Perú S.A.			71,098			
Minera Barrick Misquichilca S.A.			50,000			
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.			32,000			
Ferreyros S.A.A.			25,000			
Pluspetrol Camisea S.A.	-	-	-	150,000	-	-
Minera Yanacocha S.R.L.				100,000		
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.				90,000		
Telefónica Móviles S.A.				60,000		
Minera Barrick Misquichilca S.A.				50,000		
Red de Energía del Perú S.A.					60,000	
BBVA Banco Continental					48,502	
Ferreyros S.A.A.					40,000	
Supermercados Peruanos S.A.					19,005	
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.					10,000	
Ferreyros S.A.A.						33,000
Edegel S.A.A.						19,720
Palmas del Espino						16,859
Enersur						10,000
Banco Financiero del Perú						5,650

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

EMPRESAS QUE COLOCARON MENORES MONTOS EN DÓLARES
(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Gloria S.A.	3,000					
Alicorp S.A.A.	5,000					
Ferreyros S.A.A.	15,000					
Consortio Transmantaro S.A.	20,000					
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	25,000					
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.		4,000				
Alicorp S.A.A.		5,000				
Graña Y Montero S.A.A		7,711				
Compañía Minera Atacocha S.A.		10,000				
Ferreyros S.A.A.		15,000				
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.			3,000			
Financiera Cordillera S.A.			5,000			
Universidad San Martin De Porres			15,000			
Edegel S.A.A.			20,000			
Ferreyros S.A.A.			25,000			
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.				3,000		
Financiera Cordillera S.A.				5,000		
Citibank del Perú S.A.				10,000		
Ferreyros S.A.A.				10,000		
Minera Barrick Misquichilca S.A.				50,000		
Ransa Comercial S.A.					7,000	
Edegel S.A.A.					8,000	
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.					10,000	
Supermercados Peruanos S.A.					19,005	
Ferreyros S.A.A.					40,000	
Banco Financiero del Perú						5,650
Enersur						10,000
Palmas del Espino						16,859
Edegel S.A.A.						19,720
Ferreyros S.A.A.						33,000

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

EMPRESAS QUE COLOCARON MAYORES MONTOS EN SOLES
(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Telefónica del Perú S.A.A.	273,190					
Edegel S.A.A.	250,000					
Luz del Sur S.A.A.	173,970					
Electroandes S.A.	104,460					
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	87,050					
Transportadora de Gas del Perú S.A.		236,600				
Edelnor S.A.A.		150,000				
Luz del Sur S.A.A.		138,760				
Banco Financiero del Perú		100,800				
Telefónica del Perú S.A.A.		60,000				
Telefónica del Perú S.A.A.			238,250			
Edegel S.A.A.			153,070			
Gloria S.A.			122,000			
Banco de Crédito del Perú			120,000			
Duke Energy Egenor S. en C.por A.			113,890			
Telefónica del Perú S.A.A.	-	-	-	404,130	-	-
Telefónica Móviles S.A.				272,000		
Corporación Andina de Fomento -CAF				248,400		
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE				193,600		
Edelnor S.A.A.				168,450		
Telefónica del Perú S.A.A.					596,065	
Gloria S.A.					240,000	
Edegel S.A.A.					195,000	
Cementos Lima S.A.					160,000	
Luz del Sur S.A.A.					154,050	
Banco de Crédito del Perú	-	-	-	-	-	410,000
Telefónica del Perú S.A.A.						276,040
Scotiabank Perú						250,000
Edelnor S.A.A.						198,465
Corporación José R. Lindley						138,410

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

ANEXO N° 09

EMPRESAS QUE COLOCARON MENORES MONTOS EN SOLES
(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	30,000					
Yura S.A.	34,600					
Edelnor S.A.A.	40,000					
Gloria S.A.	52,125					
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	55,000					
Banco de Crédito del Perú		20,000				
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.		30,000				
Gloria S.A.		35,000				
Corporación Financiera Internacional - IFC		50,000				
Edegel S.A.A.		50,000				
Financiera Cordillera S.A.			17,105			
Transportadora de Gas del Perú S.A.			28,960			
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE			50,000			
Edelnor S.A.A.			60,000			
BBVA Banco Continental			70,000			
Gloria S.A.				40,000		
Financiera Cordillera S.A.				48,390		
Edegel S.A.A.				80,000		
Saga Falabella S.A.				90,000		
Citibank del Perú S.A.				100,000		
Supermercados Peruanos S.A.					21,540	
Edyficar					25,000	
Saga Falabella S.A.					25,000	
Yura S.A.					40,000	
BBVA Banco Continental					40,000	
Edegel S.A.A.						28,300
Edyficar						30,000
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.						30,000
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE						36,870
Yura S.A.						50,000

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008